

【国际货币基金组织2017年《世界与中国经济展望报告》发布会】

吴晓球：如何构建现代经济体系和与之相匹配的现代金融体系？

Alfred Schipke：全球经济广泛复苏但中期风险仍偏下行

张龙梅 Alfred Schipke：中国经济展望与改革

邱晓华：十九大之后的中国经济

全球经济发展的风险与国际货币体系的发展方向

【海外之声】

David Marsh：中国继续推进全球安全网——与特朗普政策相背的多边行动

John Plender：收紧与否——对中央银行独立性的制约

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列十六：国际金融交易功能与货币国际化：实证研究

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骥	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然 原新宇

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峯

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn



如何构建现代经济体系和与之相匹配的现代金融体系？

吴晓球¹

编者按：

10月31日，由中国人民大学国际货币研究所（IMI）、国际货币基金组织（IMF）驻华代表处、民生证券研究院联合主办的“国际货币基金组织2017年《世界与中国经济展望报告》发布会”在北京隆重举行。

中国人民大学副校长吴晓球、财政金融学院院长庄毓敏，IMF驻华首席代表 Alfred Schipke、副代表张龙梅，民生证券股份有限公司总裁周小全、首席经济学家邱晓华，巴西驻华大使 Marcos Caramuru de Paiva，亚投行副总裁 Danny Alexander，包商银行首席经济学家、IMF原经济学家华而诚，以及IMI学术委员、国家外汇管理局原副局长魏本华，中国银行原副行长王永利，国新国际投资有限公司董事孙鲁军，中国银行国际金融研究所所长陈卫东，IMI副所长向松祚、宋科等来自欧、美、亚多个国家和地区的金融管理部门、科研院所以及金融实业界的两百余名著名专家学者出席会议并发表演讲，近70家媒体参与报道。会议由IMI学术委员、中国人民银行国际司原司长、中国驻IMF原执行董事张之骥主持。

吴晓球副校长在演讲中系统阐述了未来中国如何构建现代经济体系以及与之相匹配的现代金融体系。他指出，作为现代经济体系的核心和基石，现代金融体系应该有高度市场化、与科技高度融合以及开放的重要特征。如果能够顺利构建现代经济体系和现代金融体系，中国经济实现可持续增长就有了充分保障。

以下为演讲摘要：

非常荣幸参加由我校国际货币研究所（IMI）、国际货币基金组织（IMF）和民生证券研究院联合主办的“IMF2017年《世界与中国经济展望报告》发布会”，感谢主办方的邀请。今天，我主要讲两方面的问题，一是未来在中国如何构建现代经济体系？二是如何构建与现代经济体系相匹配的现代金融体系？

中国与美国的贸易规模差不多，但是经济规模却相差甚远，目前不到美国三分之二。如果能够成功构建现代经济体系与现代金融体系，未来中国的发展空间

¹ 吴晓球，中国人民大学副校长

会更大。也就是说，中国经济要实现可持续增长，必须改造我们的经济体系，构建现代经济体系。

中国未来所要构建的现代经济体系，我认为至少应有以下几个重要的构成要素：

第一，现代制造业、现代装备业以及体现现代产业进步的新兴产业，必须要在现代经济体系中占据主导地位。如果用传统的第一、第二、第三产业这种简略的划分方法，我认为中国制造业即第二产业的后端部分一定是越来越发达的，服务业也是非常发达、占比很高的。也就是说，在这样一个产业体系结构中，第二产业后端比重会迅速提升，而后端部分就是科技含量很高的现代制造业和装备业。这样的产业结构将更富有竞争力，传统工业社会的产业的比重将会大幅度下降，对资源过度依赖的产业比例主体会大幅下降，产业的科技水平将会更高，经济结构将更加合理。

第二，现代经济体系一定是绿色的、能体现出生态文明的经济体系。过去 40 年来，中国经济保持了高速增长，这个高速增长的一个显著特征就是它的外延性，对自然资源的过度耗竭、过度使用。自然资源和人口红利以及我国制度改革所焕发出来的动力等多方面因素共同推动了中国经济增长。其中自然资源和人口红利对经济增长的推动作用明显的、不可否认的。

中国正在进入一个老龄人口占比相对较高的国家行列，随着时间的推移，人口老龄化程度会越来越高，人口红利已经消失或即将消失。当然，我们也没有必要因为人口红利没有以前那么明显或者不再存在就对中国经济很悲观，因为中国经济增长也不完全依靠劳动力优势。人工智能能在一定程度上弥补劳动力短缺问题，科技会在一定程度上弥补劳动力相对短缺的负面作用，也就是说高科技会在一定程度上缓解人口问题对经济增长造成的负面影响。

过去很长时间里，我们的一些主导产业与自然资源高度相关。现在的中国已经不能够承受如此大规模经济体对自然资源的消耗，这种经济发展模式使得我们的生态环境、生存环境受到了严重破坏和威胁，所以绿色的、与自然环境相协调的、生态文明的经济体系是现代经济体系的第二个构成要素。

第三，未来中国经济体系应该更多地追求经济增长质量而不是数量，也就是说现代经济体系追求的将是质量和效率。党的“十九大”报告对到 2050 年中国



的发展战略制订了两步走的战略，其中没有使用过去的百分之多少或者翻几番的增长目标。这表明，我们需要一个相对稳定的增长，更需要一个高质量、高效率的经济结构和经济体系。现行经济体系的社会福利水平需要改善。我们过去一方面追求GDP的增长速度，另一方面追求税收、财政收入的增长。虽然财政收入增长对一个国家非常重要，但是社会在经济增长中享受到的福利水平更重要。所以，我们所追求的经济增长应该提升全社会的福利水平，使全社会享受到经济增长所带来的生活改善和生活质量提升。实际上，这就暗含着经济体系中与人民生活密切相关的产业，比如养老、健康、医疗、教育等，应该有更好发展。简单追求增长速度，而使我们的生活环境恶化肯定不是我们所需要的。

第四，中国所要构建的现代经济体系一定是市场化的，而不是政府主导的。我们不希望也不会回到计划经济时代，计划经济没有任何优势，计划经济严重扼杀了经济活力。所谓的基于大数据的计划经济作为一种经济制度同样是不可取的。现代经济体系一定是市场化的、相互竞争的，同时也是开放的。中国所构建的现代经济体系绝对不是封闭的，它会沿着更加开放的方向使中国经济与全球经济融为一体，成为全球经济中的重要组成部分。从某种意义上说，中国经济未来应该对全球经济起着某种引领作用。

第五，在现代经济体系中起基础作用的是以现代制造业与现代装备业为代表的实体经济，但起核心作用的一定是现代金融体系。我们所要构建的现代金融体系与以前传统金融体系的差别在于，现代金融体系在中国现代经济体系中的作用将会比以往任何时候都更重要，金融在现代经济体系中的核心作用将更加突出。现在我们还不能说中国金融业已经成为中国经济的核心，而且即便成为核心，也不意味着中国金融可以脱离实体经济而发展。在整个经济运行和资源配置过程中，现代金融发挥主导性作用，但是金融创新不能脱实向虚、自我循环、虚假繁荣。同时，现代金融体系对中国经济持续稳定增长、对降低中国经济风险会有很好的促进作用。现代金融体系的核心是分散和管理风险，使实体经济和金融风险处在一个合理配置的状态。

上述五个方面是我对现代经济体系的理解，这些都是我们所要构建的现代经济体系的核心元素。同时，作为现代经济体系核心和基石的现代金融体系，我认为主要有三个方面的特征：

第一，现代金融体系是高度市场化的，金融资源是越来越多地通过市场来配置，而不是通过机构来配置，当前金融体系中金融脱媒的力量比以往任何时候都更加强烈。金融不脱媒，中国金融的现代化就完成不了，只有通过市场的力量才可以实现金融的脱媒和现代化。金融体系现代化的重要标志就是在全社会金融资产结构中，证券化金融资产的比重不断提升，证券化金融资产的规模不断扩大，这意味着金融体系将从原来的以融资为主要功能逐步过渡到融资和财富管理并重的时代，这是现代金融体系功能演变的基本趋势。我们现在的金融体系之所以还不是现代的，是因为功能上是落后的，财富管理的功能非常弱，证券化金融资产的规模和比重都相对较小。所以，要通过市场力量，通过脱媒的力量提升中国金融的功能，使金融从相对单一的融资功能过渡到融资与财富管理的并重。

第二，现代金融体系一定是高科技的金融体系，科技对金融的渗透将会比以往任何时候更加强烈、更加明显。金融与科技的结合具有无比强盛的生命力和强大的效益。如果没有高科技的植入，全球将永远停留在传统阶段，例如，取款必须要拿着身份证到银行去核查之后才允许，金融服务会受到时空的约束。当科技介入之后取款转款只需按一下手机就可以了，这就是科技的力量。未来科技对中国金融的渗透将会比以往任何时候更加明显。现在我们已经看出了这种趋势，科技已经或正在改变中国金融的业态，改变金融的基因，甚至改变传统金融理论的分析架构。也就是说，我们过去二三十年学习的那一套理论架构到了今天你会发现有一半都可能没有用了，因为金融的业态和功能发生了变化，金融的 DNA 发生了变化。例如，金融风险，虽然与以前从表象上看很相似，但实际上 DNA 发生了变化。就如同普通感冒与 H7N9 病毒一样，表现都是流鼻涕、发烧、咳嗽，外在症状相似，但是病毒发生了根本变化。科技的介入将会使得原来的一些最基础的概念，比如什么叫货币，谁来发行货币，货币怎么来划分等等都发生了变化。所以科技的力量是构建现代金融体系的重要因素。

当前，中国金融在全世界最有影响力的就是科技金融，或者说基于移动互联网的第三方支付。科技使得中国金融中的支付业态发生了革命性改变，这种变化



推动了中国经济结构调整，加快了中国经济结构的转型。我们不能认为科技融入金融后风险就增大了，没有证据表明新金融比传统金融的风险更严重，新金融也不可能回到传统金融。人类社会进步的动力就是科技。

第三，现代金融体系一定是开放的。这与现代经济体系是一样的。从某种意义上来说，中国金融是全球金融体系中最具有增长功能的一级，中国金融市场特别是资本市场成为国际金融中心，也是中国构建现代金融体系的题中之义和必然要求。2009 年 5 月，国务院提出到 2020 年，要把上海建设成与中国经济和金融环境相匹配的国际金融中心。这意味着届时人民币可自由兑换一定实现了。人民币自由兑换、自由交易，也是构建现代金融体系的应有之意。去年 10 月 1 日，人民币正式加入 SDR 货币篮子，权重为 10.92%，超越英镑、日元，位列第三位，但是作为全球储备货币真正的市场份额没有这么高的比例，未来我们一定有信心超过这一比例。随着人民币国际化、国际金融中心的形成，外国资本可以在遵守中国法律的前提下进入中国资本市场进行投资，开放的、发达的、具有良好流动性的债券市场、股票市场是人民币国际化后的重要回流机制，人民币国际化和国际金融中心的形成是中国构建现代金融体系的第三个必备要素。

展望未来，如果能够顺利构建现代经济体系和现代金融体系，中国经济实现可持续增长就有了充分保障。

全球经济广泛复苏但中期风险仍偏下行

Alfred Schipke¹

编者按：

Alfred Schipke 在演讲中指出，目前许多国家的经济增长都在提速，并且很大程度上是由内需推动的。他强调各国应当在政策空间范围内运用货币政策、财政政策和结构性政策支持经济增长，增加在教育、人力资本和基础设施领域上的投入，并加强国际合作，支持全球的金融和贸易体系。

以下为演讲摘要：

非常高兴来到这儿，我将介绍现在全球经济的状况。

有一个非常有趣的现象是，无论你去查看硬数据比如采购经理指数 PMI，还是看一些软数据比如消费者信心指数，可发现现在发达经济体和新兴市场都经历了相对较好的发展。从金融市场的角度来看，过去几个月全球股票市场增长得很好，即便是意大利和俄罗斯，也同样经历了相对较好的增长。从债券市场来看，如果对比去年 3 月份的时候，那时人们还比较担心美国货币政策回归常态，这推动了债券收益率的上行，但从今年 3 月以来，债券收益率出现了下滑，这对债券市场是相对较好的消息。从 GDP 增长的角度来看，现在的增长很大程度是由内需推动的，所以现在全球市场上有一种乐观的情绪。同时非常令人惊讶的是，这种复苏是有广泛基础的，它影响着几乎所有的国家。大概有 80% 的国家相较于过去都经历了强劲的经济增长，当然有一些国家可能落后了。

2016 年全球经济增长率是 3.2%，但我们不能忘记在金融危机之前是 5.7% 的水平。我们正在复苏，今年经济增长率预计能够达到 3.6% 的水平，明年预计达到 3.7%，它主要是受到新兴市场和发达市场的支持。欧洲、日本基本上上调了预期增速，这是一个很好的前景信息。美国的预期增速出现下调，这是因为今年 3 月的时候我们预计美国将推出减税形式的财政刺激政策，但现在则采用了未调整的基线政策假设。英国的预期增速进行了向下修正，这是因为在 2017 年上半

¹ Alfred Schipke，国际货币基金组织驻华首席代表



年英国的表现没有达到预期，其中一个关键因素就是之前英镑的贬值，对家庭实际收入产生影响，同时使内需变弱。

新兴经济体市场的情况也是非常相似的。特别是到明年，它的增长将会进一步的提升。我们还会上调新兴市场的展望。中国 2017 年的增长预测值（6.8%，4 月预测值为 6.6%）反映了该国 2017 年上半年的强劲增长及更加旺盛的外部需求。中国也会影响到其他的新兴市场比如俄罗斯、巴西。俄罗斯增速上调受益于油价和消费者信心上升。

但是有一些领域我们并没有完全弄清楚，其中的一个就是通胀。它非常顽固的地在低位徘徊，这令我们担忧。石油出口国、大宗商品出口国的中期预计增速低于过去的平均值。虽然说现在的复苏是广范围的，但有一些国家实际上并没有从中受益。在发达市场当中，通胀目标一般被认为是 2%，但目前核心 CPI 和整体 CPI 都比 2%低，我们并没有弄清楚背后的原因。更加令人疑惑的是，发达国家的失业率在下滑，但工资水平并没有上涨。一般而言，劳动力市场更紧张的时候，工资是要上涨，这会导致一定的通胀压力。基于我们的框架，我们认为目前出现了不正常的现象。

另外还有一点就是人均增长水平也和过去的情况不一样，实际上我们预计发达国家人均增长也将不会回到过去的水平。

中期有一些下行风险。首先是金融风险，也就是说货币政策常态化的速度超出人们的预期，这会影响资产价格的变化和利率水平，同时意味着金融市场的的环境会变得更紧。这对于新兴市场意味着潜在的资本流出的风险，资本再一次流回发达经济体。第二个我们比较担心的事情是现在有一些国家变得更加向内化，去质疑多边主义全球贸易这样的概念。过去几十年的增长都是和贸易有关的，因此有必要担心保护主义抬头会产生的风险。第三，低通胀水平的环境也会让情况变的更差，这也是一种负面的风险。第四，现在也有一些地缘政治风险，这有可能会影响我们的基线展望和预测。

我们对于发达国家和新兴市场国家分别有一些建议。首先有一些新兴市场或者发达国家没有充分发挥它们的权利，可继续实施宽松的货币政策，直到有稳妥迹象显示通胀向目标水平恢复为止。第二，一些国家财政政策还有一些空间，可

以结合结构性的政策去支持经济的增长。当然负的潜在产出缺口比过去低很多，这也是困难所在。第三，增加在教育、人力资本上面的开支投入。第四，对于发展中国家，要认识自身的经济韧性，构建更灵活的汇率体系，在通胀较低时使用更多的货币政策和增加基础设施投资。

总结一下我们的重要发现，这次展望基本上是非常积极的，我们看到中国与全球经济向好的趋势。但我们认为中期可能有下行风险。未来通过合作、协作来支持全球的金融和贸易体系是非常重要的。亚洲作为全球经济的一部分已经变的越来越重要，另外中国相比二十年前贸易总额有巨额的增加，与全球经济的联系越来越大。

（本文经过录音整理，未经过作者确认）



中国经济展望与改革

张龙梅¹ Alfred Schipke²

编者按：

张龙梅介绍了评估中国经济的再平衡框架，它包含外部、内部、环境和收入分配四个维度。外部维度上，过去这些年中国经常项目顺差大幅收窄，内部维度上实现了消费/投资、服务业/工业比重的增加，但是经济增长仍高度依赖信贷扩张。

Alfred Schipke 认为为了实现中国经济的再平衡，需采取如下政策：首先，财政政策需要收紧。其次，要采取更多的结构化政策，包括降低储蓄率、提高国企效率、降低金融部门脆弱性和继续向浮动汇率转型。

以下为演讲摘要：

2017 年全球经济同步的复苏带来了非常好的外部环境，在这样的环境之下我们也看到中国经济正在势头转好。在我今天的演讲当中最关键的信息就是政府应该充分利用现在的周期向上势头，去推动改革，从而实现中国经济的长期增长。

首先简单介绍 IMF 看中国经济增长质量和结构的再平衡框架。它有四个维度：第一个维度是外部情况，看中国经济在多大程度上依靠外部需求来实现经济增长。第二个纬度是内部再平衡。这里面有三个核心的要素，第一个要素是需求端，看消费需求与投资需求的比值。第二个元素是供给侧，看工业与服务业的比值，以及整个服务业和工业的效率情况。第三个非常重要的元素是看在多大程度上中国经济增长是基于信贷扩张的。最后两个维度是环境和收入分配。从这两方面我们可以看经济增长对于环境的影响，以及收入差距等等，我们有中国收入再平衡方面的记分卡。IMF 政策建议的目标是帮助中国在所有维度都实现再平衡。

基于这样一个框架我们可以看到过去这些年中国经济实现了外部再平衡。金融危机之前经常项目占 GDP 的 10%，但现在中国对于出口依赖越来越少，所以从外部来说是一个非常大的进展。

从内部的角度我们也都知道中国正在转型，从投资主导转向消费推动，从供

¹ 张龙梅，国际货币基金组织驻华副代表

² Alfred Schipke，国际货币基金组织驻华首席代表

给端来看，服务业成为经济的一大支柱，它的贡献从 2012 年开始向上涨，现在已经占到了 50%以上。通常发达国家服务业占 GDP 的比重应该是 70%到 80%的，因此预计中国服务业占比还会向上。

但中国经济面对的最大挑战是经济增长仍然非常依赖于信贷扩张。非金融部门的债务占 GDP 的比值自 2010 年大幅上涨，我们预计这个比例仍然会继续向上，需要一些政策行动来解决。

接下来来看一下最近中国经济的发展。中国经济从 2017 年来稳中向好，这主要是由于工业领域的驱动。在经过几年持续的下滑之后，实际工业增长稳住了。更值得注意的是，随着实际工业增长，名义工业增长也大幅上涨，这说明 PPI 非常重要，能帮助工业企业改善盈利能力，增强他们偿还债务，这是一个非常好的发展。在这样一个非常强的增长势头下，政府强化了资本管控。结合这两个因素，中国资本外流的情况稳住了。中国资本流出量大概在 2015 年和 2016 年到达一个峰值，但最近几个月已经平衡了很多。

政府也采取措施了减少经济的脆弱性。首先尽管央行并没有调整基准利率，但采取了宏观审慎政策，对银行加强监管，所以市场利率上行了很多。这也能够帮助进一步地在金融业去杠杆。过去几年银行间的借贷以及资产管理产品达到峰值，现在已经开始下降了。

对实体经济的信贷增长非常强劲，但部分行业相对来说有一些放缓，比如说房地产。政府对于房地产有一些限制措施，房地产市场终于冷却下来，这是非常好的政策措施，它也会继续下去。但要强调的一点是尽管有一些进展，中国经济在过去积累的脆弱性仍然是非常大的。中国的信贷缺口虽然最近有所下降，但是它的绝对水平还是比较高的，减少经济脆弱性的政策需要持续下去，因为之前积累的风险比较高。

我们来简单看一下中国经济的展望。2017 年和 2018 年经济预期的调高已内化了当局所宣称的政策，包括在 2020 年要达到的 GDP 翻倍目标，之前我们的框架假定财政政策中期收紧，现在看来财政整顿可能要少一些。我们比较担心中国的债务风险。从企业的角度来说，随着经济复苏，企业风险债务可能会下降，但它的绝对水平还是比较高的。从居民角度来说，过去中国居民债务非常低，但是现在居民债务水平增长非常快，已高于新兴经济体平均水平，所以这是非常值得



我们关注的领域。关键是让中国保持增长而不要积累过多的债务，减少对于信贷扩张的依赖。在全球金融危机发生之前，中国一单位的产出需要一单位的信贷，但在全球金融危机发生之后，同一单位的产出需要四单位的信贷，所以这种依赖度在过去这些年是大幅度上升的。如何减少信贷强度？当然经济再平衡可以帮助，从投资驱动变成消费驱动。还有一个关键就是去改善投资本身的效率。金融危机后整个经济的投资效率在不断下降，这也是为什么经济体越来越依赖信贷扩张的原因。

中国经济应该采取如下政策去更好地实现经济再平衡。首先，今后的财政政策需要收紧。财政政策这一方面的微调作用还不够好，尤其是跟结构化调整相关的政策。中国公共债务的数字非常具有争议，大家可能认为公共债务是 GDP 的 37%，但还要包括一些可能会成为公共债务的隐性债务，比如地方政府的融资平台和政府主导的基金，它们在帮助中国政府投融资方面发挥了很大作用，但实际上也推高了公共债务水平。它们并不真正是政府的一部分，但要确保地方政府在这一些基金倒台的时候不要过多救助，不然实际上这些债务也是公共债务。公共债务加上隐形债务占 GDP 的 65%。

其次，要采取更宽泛和基础性的结构化政策。本质上，中国转型面临的更深层次挑战是结构性的。国民储蓄率过高，国企、金融行业还有其他领域的问题盘根错节地绞在一起。应采取的结构性政策如下：第一，需大幅降低储蓄。与其他国家相比，中国的储蓄率非常高，大家可能会说亚洲在这一方面就是不一样的，中国就是喜欢储蓄。但是即使按亚洲的平均水平，中国的储蓄率也是过高的。这一些储蓄可以用来出口，提高全球储蓄率或者流向那些投资效率不高的领域。改变人们的行为模式是很难的，在美国教育人们更多地储蓄很难，在中国让人们少储蓄一点也很难。但可以引进个人所得税来更好的转移一些资源，利用到教育公共卫生领域，这样能够帮助中国政府和国企。

第二，国有企业对经济的拖累依然存在。国企的效率与私营企业相比不那么高效。如果考虑到国企从政府获得的隐性财政支持，那么效率比私企低更多。中国有 16 万 7 千家国企，一部分是央企，一部分是地方国有企业，它几乎占用了整个银行信贷的 50%。如果 50% 的信贷都给了国企，那么不改变国企则信贷投资

效率就无法提高。我们不是要求把这些国企私有化，而只是要求提高国有企业的效率，再把那些僵尸企业关闭，让预算分配更公平一些。僵尸企业是指没有活力的公司，我们得处理它们。它们占全部公司的 7%，这个数字还没那么重要，它们的债务占比更为重要。如果解决这一些僵尸企业能释放大量的资源，帮助中央政府解决债务问题，解决过剩产能，那么这种双赢局面对大家都有好处。中央政府已经意识到要降产能，在煤炭、钢铁上的关闭上做的很不错。2013 年起失业率不断下降，这是取得进展的地方，但是还有其他行业有产能过剩问题。解决这一些行业的问题能够帮助我们解决债务问题、提高效率，而且还能帮助经济提高活力。

第三，降低金融部门的脆弱性。金融科技的力量很实用，为金融行业的发展带来了很大益处，但任何事物都有两面性，金融科技带来的好处的同时也带来问题。一些小型银行通过网上金融、批发性金融发售了很多金融产品，但是我们并不真正理解背后的风险有多大，所以对这一领域的监管政策要及时跟上。

最后，继续向浮动汇率转型。中国的汇率改革还可以进一步放开，目前是采取更灵活汇率政策的好时机。当然更灵活的汇率政策总会让人忧虑，但现在的情形已经很不错了，中国的经济发展不错，外部环境也不坏，而且中国的资本帐户管理比较谨慎严格。现在这一情形适合中国进一步地推行汇率改革。人民币现在到底是高估了还是低估了？IMF 的评估结论是中国的汇率与中国经济的基本面大致是相符的，既没有被严重高估也没有被严重低估。中国的出口占到全球出口的 13%，这个数字也一直保持在一个稳定的水平，这也意味着中国经济的竞争力。



十九大之后的中国经济

邱晓华¹

编者按：

邱晓华首席指出，中国经济在未来将以一个梦想引领新发展，这个梦想就是由两个百年目标和三个阶段所构成的中华民族伟大复兴的中国梦，未来各项政策都会围绕这一点。他强调中国的发展已经进入了一个新阶段，新周期新阶段的曙光初见端倪。这个新周期有六大新含义，也即增速相对平稳、发展提质增效、结构进一步优化、民众福祉增进、社会和谐有序和政策稳中求进。

以下为演讲摘要：

我想从本土的角度对中国经济做一个展望，即十九大以后中国经济究竟会怎么走？我想从五个方面谈谈看法。

首先，这次党代会已经确立了中国前进的新方向，因此中国经济在未来将聚焦于如何实现两个百年目标和三个阶段所构成的中华民族伟大复兴的中国梦。这是中国政府对人民、对历史的一个庄严承诺，要尽全力来确保实现这样一个梦想。从这意义上来说，未来中国经济将更加以这一梦想的实现作为底线。让中国经济始终保持一个相对平稳的发展态势，而不会重复过去那一种单纯追求速度的粗放的发展之路，以致中国经济有的时候出现大起大落的波动。这种平稳更多的是基于要确保目标的实现，这个目标就是到中国共产党成立一百年的时候我们全面实现小康。再用 15 年基本实现现代化，再用 15 年建成一个富强、民主、文明、和谐、美丽的社会主义强国。因此实现这两个百年目标，就构成了中国经济今后发展的一个主旋律。各项政策的制定、各项方针的确立和各项工作的实施，都会围绕着确保这样一个目标的实现。这是观察和认识中国经济走向的第一个着眼点。

第二，中国经济今后的走向不会重复昨天的故事，那就是靠高投入、高消耗、高污染、高债务来追求高增长，它更多地会走向一个升级版的发展之路。无论是产业的升级、体制机制的升级还是对外开放的升级，都会有一个崭新的局面。

¹ 邱晓华，民生证券股份有限公司首席经济学家

从国内角度来说，正在打造一个由 1.0 版到 2.0 版的中国经济发展新平台。它的主要内容就是以 2025 中国制造、互联网+实体经济作为一个重要的内容。同时紧密对接智能化的趋势，实现以创新驱动为主的新发展模式。十九大已经明确提出中国经济已经由高速增长阶段转到了高质量发展阶段，高速更多是体现数量的扩张、速度的高低，而高质量更多地表现为内涵的提升、效益的改进。因此明确提出要用质量、效率和动能这三个变革来实现中国经济在下一阶段高质量的发展。高质量肯定是要建立在升级版的基础上，而不是停留在昨天低端的平台上面，我们正朝着这样一个方向往前走。

从国际角度来说，中国的对外开放也进入到一个新的发展阶段，它更多会聚焦于四个方面：第一，就是要如何稳健地推进人民币国际化，使得人民币能够成为国际货币体系中的一个重要单元，成为各个国家投资、贸易、储备的选项。第二，就是要进一步组织实施一带一路的倡议。一方面把中国的发展成果更多的与世界各国的发展对接，另一方面通过互联、互通、共商、共建、共享这样的原则和方针进一步构建和平的周边环境，朝着构建人类命运共同体努力，使得中国追求的和平发展、和谐发展能够有更好的外部环境相适应。第三，在升级版的国际化平台里包含中国国内经济制度的一些调整，其中一个重要方面是要以自贸区的建设来改造和调整中国对经济的管理。这一次党代会明确提出要实施负面清单管理。这就改变了中国长期以来正面清单管理为主的处理政府与企业、政府与民众、政府与市场的关系的基本模式。这项政策架构的调整一定会给中国的企业、投资者和老百姓与外国的企业、投资者一个更加自由、公正、平等的市场环境。第四，就是中国在新时期的对外开放要更多发挥带有中国元素的，像亚投行、丝路基金和金砖国家新开发银行这样的新国际与投融资平台的支撑作用。使得这一新的国际金融机构和原有的国际金融机构一起为发展中国家和其他国家的经济转型、强化经济发展提供金融的支撑作用。以上四点构成了升级版国际化的主要内容。而中国升级版的国际化还有三个鲜明的特点。第一，由引进来转到引进来和走出去相结合。第二，由过去注重商品输出转到商品输出与资本输出相结合。第三，由国际投资贸易游戏规则遵循者转到逐步贡献中国智慧和中方方案的规则参与者和制定者。

第三，中国的经济在未来将遵循三大跨越趋势。第一，是跨国发展的趋势。



中国的企业和投资者将会更多的走出国门,与其他国家和其他投资伙伴紧密结合,共同推进世界经济的发展,同时也为中国经济的发展注入新的活力。这种全球配置资源、全球组织生产、全球进行销售的跨国发展趋势,将是未来中国的企业、中国的投资者关注到的一个方面。第二,跨界融合。中国的企业、中国的投资者未来会更多的关注如何与互联网、智能化和外部经济体系相结合,更好地实现城市与农村的协调统筹发展,打造更好的发展生态圈,实现产业链、价值链的整合。第三,就是中国企业的所有制形态将更多地朝混合所有制发展。国有企业与民营企业,国内企业和外资企业之间的关系都会更加密切。这种你中有我,我中有你的发展趋势,将是下一阶段中国经济发展的新趋势。

第四,中国的经济发展不会沿用以往的红利,因为以往的红利正离中国远去,急需以新的红利来推动中国经济的发展。而新的红利将更多的来自于四个方面。第一,人口质量的红利,也就是人力资本更好的运用所带来的经济发展动力。中国正在提倡科教兴国、人才强国这样的新战略,可以预期尊重知识、尊重人才、尊重创造的制度环境会进一步完善,因此大量受过各种教育培训的数亿中国劳动大军以及每年都在不断成长的数百万中国大学生将会有更大的舞台来实施自己的理想和抱负。第二,全面改革红利。这次党代会已经明确了我们要坚持全面改革的原则,也就是说从经济领域到政治领域、到社会领域、到文化领域、到生态、到国防、到党的建设,这种全面改革在中国已经拉开了序幕。可以预期十九大以后这一些重大的改革将进一步落地,从而催生出新时代中国发展的制度红利。而制度红利将更多的表现为一方面继续发挥市场在资源配置中的决定性作用,另一方面积极发挥政府应有的作用,这些制度红利都会构成下一阶段中国经济的推动力。第三,就是深度开放红利。下一阶段中国的对外开放将进入一个崭新的阶段,而这一崭新的阶段就是中国经济未来发展可以期待的新的开放红利。第四,就是万众创新的红利。创新成为中国时代的主旋律,也成为中国进一步发展的最重要的源泉。新技术的运用、体制机制和商业模式的创新都对中国经济转型升级带来促进作用,这已经充分表现出来。我们的投资者不要单纯的从债务、从信贷、从资本角度去观察问题,要更多地从中国正在发生和将要发生的重大变革所产生的各种红利来看问题。一个更持久、更可持续的、更加强大的推动中国经济平稳发

展的红利，也就是支撑中国高质量发展的红利，是可以期待的。

第五，中国经济下一阶段将会进一步落实十八大以来中国政府提出来的新发展理念。实施新发展理念是新时期中国经济工作的重中之重，也就是把创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展和共享发展真正嵌入中国发展的洪流之中，真正成为中国新时期、新发展的主旋律。这一定会产生出推动中国高质量发展的新的产业、新的机会和新的模式。

因此上述五个方面概括起来就是中国的发展已经进入了一个新阶段，我们已经看到了新的曙光，也就是 2010 年以来中国经济下行的发展态势正在接近尾声。一个以平稳发展、高质量发展为主要特征的新的周期、新的阶段正在向我们走来。之所以作出这样一个判断，是基于以下六个方面的理由。

第一、中国经济发展中的新型指标已经出现了向上、向稳、向好的发展态势。采购经理人指数近一年持续在扩张区间，预示着市场景气度在改善。

第二、工业品的出厂价格从去年 9 月已经结束了长达 54 个月的下降局面，它预示着工业生产领域供求关系有了一定程度的改善。微观层面的盈利能力有了一定的提升。

第三、中国工业生产领域里面的一些相关的指标如发电量、货运量以及信贷的投放量都出现了止跌起稳、稳中有升和保持相对平稳的发展态势。这预示着中国制造业领域的发展条件、发展环境也在改善，这可能是一个新周期、新阶段的前兆。中国经济运行的轨迹表现出相对平稳的特征，基本上就在 6.7 到 6.9 这样的区间波动。中国经济发展的基本运行轨迹已经从 L 形的纵向开始转向横向，下一阶段中国经济将更多的在 L 形的横向轴轻幅度波动。政府的政策信号也作出了一定的微调，这集中反应在中国的货币政策已经告别了量化宽松的阶段，开始回归到稳健、中性的和常态化的货币政策轨道上面来。从 M2 的变化我们已经看到了这样一个发展的态势。决策者对短期经济波动的担忧已经明显的下降，将更多的关注中国经济中长期的发展问题。着力去解决系统性财政金融风险、着力去解决环境污染问题、着力去解决贫困人口的脱贫问题和收入分配问题。

第四、新经济的力量在进一步的放大。这几年高端制造业、互联网经济、各种大文化产业、大健康产业以及智能化都在快速推进。它已经成为中国新产业的重要成长点，有效的对冲了传统产业下行的发展态势。与此同时中国经济在动能



转化方面也发生了积极的变化。过去更多依赖出口、依赖投资，现在消费的作用在明显加强。今天中国的消费对经济的贡献已经超过了60%，这也有效对冲了投资的减缓和出口的波动对经济波动的不利影响。

第五、世界经济出现了温和的复苏。中国的出口从今年以来已经扭转了下降的局面，这也印证了外部经济发展在改善的事实。而另一方面无论美国、欧洲还是日本，它们的采购经理人指数也在扩张的区间。世界贸易一个重要的新兴指标BDN也持续在千点的高位，这就预示了世界经济的改善。中国经济与世界经济已经紧紧相连，可以说世界经济的改善对中国有利的，中国经济的改善对世界也是有利的。这样一种双向促进的格局是大势所趋。那种认为世界和中国可以脱钩的观点已经过去了，这种相互融合的趋势已经越来越明显。

第六、中国的新政治周期已经开启。观察中国经济一定不要只从经济角度，中国政治层面与中国经济有非常密切的关系。第一，中国政府有十分健全的行政组织体系。随着互联网经济和通信技术的发展，这种行政组织体系的健全所带来的效能不断提升和改善。第二，中国政府虽然债务很高，但是不可否认的是中国政府在资产方面的能力也还是处在比较高的位置。从土地到金融到高端人才，中国政府与其他国家政府相比都有完全不同的管控力，也就是说一定阶段、一定时候中国政府完全有能力去利用对资源的管控优势，去化解经济中可能出现的矛盾和问题。这一点国际专家、国际组织有时候会忽视。第三，中国的老百姓对自己的政府有很强的信任度和宽容度，会容忍政府在某方面的不足，会相信政府会去改变不足。这种宽容的能力在全球范围之内也就中国表现得更为突出，这就会给中国的经济稳定创造一个良好的社会环境。第四，中国共产党的坚强领导。这一次党代会把它界定为中国特有的最大的政治优势，也把它界定为中国最基本的国情。

新阶段、新周期一定不是旧周期的重复，新周期、新阶段一定是有新的含义，它表现为六个方面。第一，在速度方面将更多表现为相对平稳，而不是大起大落。我们已经把优化提升改进作为发展的重要内容，更不会以速度高低来论英雄，而是以稳定健康来论英雄。在速度上面只求保持低线速度，而不追求更高的速度，这是一个新的变化。这一次党代会没有把GDP作为一个指标来强调，就是要淡

化速度指标，强调质量指标、效率指标、公平公正指标和老百姓的福利指标。新周期一定不是大干快上周期的重复，而是一个相对平稳发展的周期。第二，提质增效。更多会追求质量的提升，效率的提高而不是追求数量的扩增。第三，优化结构。优化产业结构、区域结构和收入分配结构，以供给侧结构性改革为主线。第四，更多聚焦于增进老百姓的福祉。这一次把人们对美好生活的追求确定为我们政府工作需要去满足的主体需求。一切经济工作都会以美好生活是否实现、美好生活是否得到满足作为衡量标准。第五，会更多的关注一些短板，解决社会领域、生态环境、收入分配方面的短板。最后，更多的坚持稳中求进的政策。未来三年将更多的围绕着 6.5%到 7%之间来波动，不会跌破 6.5%，也不会去过分的追求 7%以上。



全球经济发展的风险与国际货币体系的发展方向

编者按：

中国驻 IMF 原执行董事，国家外汇管理局原副局长魏本华、包商银行首席经济学家华而诚、IMI 副所长向松祚、IMF 驻华首席代表 Alfred Schipke 以及 IMF 驻华副代表张龙梅出席圆桌会议并就“全球经济发展的风险”和“国际货币体系的发展方向”这两大主题进行讨论。

现摘编专家们的精彩观点如下：

主题一：全球经济发展的风险

需要对贸易保护主义政策加以高度警惕

魏本华¹

全球风险包括两类风险，一个是近期风险，一个是中期风险。在近期风险里存在一个比较重要的风险，就是在全局的宏观经济政策上存在着很大的不确定性。从这个角度讲，未来从短期到中期或者更直率一点讲在特朗普总统任职期间一个很大的风险就是美国政府率先实行的贸易保护主义政策。我们不仅看到了苗头而且事实上美国政府也的确采取了一些具体的措施，比如说他退出 TPP 另外要重开 NAFTA（北美自由贸易协定）谈判等等，需要引起我们的警惕，因为中美之间的贸易会影响全球的贸易，假使他对我们中国实行贸易保护的制裁措施，会有很大的溢出影响，会直接、间接的影响到全球其他地区的贸易，所以对于这一种风险我们必须加以高度警惕。

全球经济面临着债务和增长的两难，债务杠杆或许已经达到极限

向松祚²

过去几年大多数经济增长都是由债务增长推动，如果去看一下非金融机构的债务水平特别是中国一些非金融机构的债务水平以及个人家庭的负债水平，可以

¹ 魏本华，中国驻国际货币基金组织原执行董事、国家外汇管理局原副局长，中国人民大学国际货币研究所学术委员

² 向松祚，中国人民大学国际货币研究所副所长，中国农业银行原首席经济学家

发现有债务水平增长很多,即便是在金融危机之后几乎每一个央行的官员和政府官员也鼓励所谓的去杠杆。所以未来有一个两难的境地,特别是对于央行的决策者。因为无法继续增长债务水平了,必须开始去杠杆,而市场以及经济自身的规律也必须要去杠杆。我认为中国的货币政策将会进一步的收紧,从而能够去杠杆。但是如果你去杠杆,我们如何能够进一步推动经济增长呢?所以我觉得现在全球经济面临这样的一种两难境地。金融市场包括货币市场利率太低,有的时候在欧洲实际利率都是负的,实际回报率也是非常低,全要素生产率也是非常低的。所以一些央行要继续的印钱,施行量化宽松政策,而投资者也去提高杠杆率,但是每一个东西都是有极限的,而且这极限马上就要来了,可能明年就会到达这一个极限。这就是为什么 IMF 还有央行行长周小川都提到了“明斯基时刻”,如果说真的出现这样的情况我们是否会出现滞胀呢?我们是否会出现金融危机呢?我们是否会出现超高的通胀的情况呢?我觉得从长期的角度来说,我们应该改变我们的政策角度,改变思考世界经济的看法。

(本文经过录音整理,未经过作者确认)

投融资效率初见提升,助力去杠杆与稳增长的平衡;美国的经济风险可能还高于中国

华而诚¹

现在全球的风险真正有影响性的就是中、美两国。美国有没有风险?有的。在长期低利率的支持下,美国股票涨的很多,已高于传统股价估值,如果低利率持续,股价仍然可能持续上涨,明斯基时刻一旦到来,股价泡沫破裂,必然对美国经济造成不小的冲击。美联储自 2015 年 12 月以来,至今已升息四次,为何利率,特别是中长期利率,譬如指标性的 10 年国债利率,一直未能回复到金融危机前的水平?其中一个重要的原因是较低的劳动生产率(也是一个未解的难题)反映较低的资本报酬率,限制了实际利率的上升。其次,低通货膨胀率带来低通胀预期:通货膨胀率一直无法达到美联储所订 2.0%的目标值,虽然美国经济在美联储持续宽松政策的支持之下,持续复苏,失业率已降到 4.2%的历史低点,这

¹ 华而诚,包商银行首席经济学家



也成为美联储的困惑。因此，金融市场对美联储的信心是不强的；持续加息有必要吗？如果使利率收益率曲线陡峭，可能造成经济衰退。因此，低利率可能已是新常态，持续支持高股价。

那么为何物价上涨率未随劳动市场的复苏而上涨？我认为其中的一个重要原因是：实际工资上涨的幅度要仍然低于劳动生产率增长率，因此单位劳动成本未升反降，企业就没有涨价的压力。这里反映了美国经济的一个长期性问题，劳动收入在企业净产值中的比例持续下降，而企业利润则是往上升，造成美国所得分配不均的扩大，中下劳动阶层对美国政治体制及精英阶层逐渐丧失了信心，促成了特朗普当选美国总统。低工资增长的原因可能反映了劳动力相对于资本方的议价能力弱，劳动者教育跟不上技术进步，多从事于劳力密集的工作。因此，美国有些州已通过立法来提高基本工资，已为补救。

美国经济的另一个不确定因素是特朗普的减税政策对美国经济可能产生的冲击。美国失业率已低，经济增长速度已略高于美联储估计 1.8% 的潜在增长率。美联储主席耶伦去年说过现在不是进行财政刺激的适当时机。强刺激可能带来高财政赤字、高通胀、高利率、高美元、高外贸赤字及对股市冲击的风险。美联储将被迫采取紧缩货币政策。

现在看看中国经济的风险。国内外有一致的看法：就是债务水平太高了，特别是企业(国有企业)债务。因此，必须去杠杆，降低金融风险。但是，杠杆率高升的主要原因就是要稳增长，去杠杆后如何稳增长？要如何达到去杠杆和稳增长的平衡？唯一的方案就是推动供给侧改革以提高投融资的效率。当投融资提高了之后就有余地去杠杆，同时不必以牺牲经济增速为代价。杠杆率—全国非金融部门债务占 GDP 的比率—的增幅从 2016 年第一季开始持续收缩，今年已落入负值：杠杆率的停止攀升主要反映的是非金融企业的去杠杆。同时，今年经济增速非但未减，反有所提升。这说明了供给侧改革已初见成效。因此，未来几年中国经济的杠杆率因该不会像 IMF 预测的这么悲观：仍将持续大幅的上升以达到经济增长目标，同时伴随着更大的金融风险。中国的经济风险不见得比美国大。

建议从全球贸易增速是否超过全球 GDP 增速来判断经济是否复苏

Alfred Schipke¹

一个主要的风险就是全球都有保护主义的做法，全球的贸易体系和全球的金融体系，当然这可能是一个潜在的挑战。我们联手起来可以做两件事。第一就是强调全球化为我们带来的益处，不仅是对新兴市场国家也对发达国家带来益处，对老百姓家庭住户带来的益处，他们能够以更低廉的价格采购更好的商品、更多的选择。第二就是我们要去认真倾听那些担忧的人们到底担忧什么，这样我们才能更好的应对他们的问题。地缘政治风险我想也是大家共同关注的一个问题，希望我们能够化解地缘政治风险。但是当然我们也看到很多下行的问题。利率的正常化还有资产负债表的优化等等，把这一些工具组合起来希望能够顺利的实施。在 2008 年、2009 年我们都面临着全球金融危机，全球国际社会充分合作，强调坦诚的携手起来。现在因为事态有所改善，一些国家的政策制定者们可能有点自满，一些措施和政策没有以前那么强有力了。第三，因为我们现在生活不确定的时代，对中国来说尤其如此。我们在中国总是强调稳定、稳定、稳定，但是另外一方面也就是这种经济的韧性也是很重要的。中国未来经济的发展不是总是简单现行的一帆风顺，也会有曲折，也会有困难。我们需要有一些机制、一些想法来去应对万一发生外部的冲击。中国的经济是充满活力的，但是活力的另一方面就是叫破坏力，也是很强的。比如说要是有一些有活力的因素一旦消失了而出现了一些新的活力因素如果没有得到妥善的使用也会带来破坏力，这也是我们要考虑的。

需要关注全球化进程中的利益分配，考虑有没有更公平的分享

张龙梅²

我们也考虑到其中一个风险就是保护主义。在 2000 年初，我们当时看到全球经济的一体化，为全球经济带来了很大的益处，尤其是中国从中也受益颇多。

¹ Alfred Schipke，国际货币基金组织驻华首席代表

² 张龙梅，国际货币基金组织驻华副代表



随着中国经济越来越多的融入到全球贸易体系，中国获益很多，但是从去年我们逐步看到一些发达国家有保护主义的抬头迹象。所以我们要想一想在全球化的过程中，利益是怎么分配的，我们全球经济作为一个整体，我们当然看到各国贸易做的贡献，如果我们再详细看看这一些全球化的利益是怎么分配的？有没有为更公平的分享。尤其是通过国际贸易体系来更公平的为更多的国家人们所分享。比如说高级技术的分享和知识的传播等等。这一些方面我们看到国际组织应该发挥更重要的作用，来帮助增强国际贸易体系。还有，各国政府也需要做出更多的努力来加强全球贸易体系。国际货币基金组织的宗旨其中之一就是要维护金融体系的稳定。WTO 的宗旨也是去维护全球的国际贸易体系的稳定。当然 IMF 跟 WTO 有更密切的合作来加强全球的贸易体系，促进全球贸易复苏。我认为一个国家的进口就实际上代表着国内需求的加强和消费能力的加强。因此这也是 IMF 在给各国提供政策建议的时候帮助他们进行一些结构化的改革，帮助他们去更好的进行宏观经济管理调控，来去促进经济的发展。

主题二：国际货币体系的发展方向

人民币势必会变成越来越国际化的货币

张龙梅

对于国际金融架构来说，我们觉得国际金融架构最终会反应出这一个经济体在全球经济中的作用和角色的变化。比如说中国经济的不断崛起，在全球经济中越来越重要。我们会看到人民币的重要性会越来越重要，尤其是在全球的交易和使用的范围上。这是一个我们会看到的趋势。在短期还有资本流动的一些波动性和汇率的波动性，这也是会有的一些外部冲击，但是长期来看我们会看到货币体系中的货币变化，地位变化背后隐含着货币代表的经济体在全球经济的作用变化。在这框架中我们也看一下 IMF 报告，去年 10 月人民币已经加入了国际货币基金组织的一篮子货币币种，这也是人民币国际化重要的步骤。我觉得长期人民币未来进一步国际化是非常乐观的。人民币势必会变成越来越国际化的货币。

中国和新兴市场在 IMF 的重要性有望在 IMF 新一轮的份额改革中得到充分体现

Alfred Schipke

首先，一年前很高兴看到人民币已经加入了 IMF 的 SDI 的一篮子货币的币种，这是人民币国际化一个里程碑，不光是对 IMF 的里程碑也是对中国的一个里程碑，也是对全球经济的一个里程碑。我们希望这样的变化能够进一步促进国际化。从我们 IMF 的角度来讲，我们也希望由于人民币的加入 SDI 变的越来越有吸引力。我想在这一方面有两点值得一谈，第一人民币的使用是由私营部门和其他国家政府需要做的决策，就是说不能强迫得由市场和其他政府自主自愿的运用人民币，中国政府需要有强有力的经济增长，这当然毫无疑问服务于这一目标。这一些选币种的国家和主体都希望稳定，不希望太多波动性，希望这一个国家有更强的法治而不会有太多的变数，所以他们会希望能够有可预见性的政策以及政策框架。我认为这两点是中国政府可以做的，也是需要高度关注的，国际化就意味着人民币不仅是中国使用，而是更多的为国际用户使用。其次，讲一讲 IMF 在国际贸易体系的作用，我们一直在考虑如何能够发挥作用来去支持加强国际贸易体系。IMF 一直都是一个很重要的国际组织，这就意味着全球在不断的变化，IMF 也需要不断的变化。我们的代表性必须要充分的体现出各国的地位和作用。中国在 IMF 的份额已经达到了 6%，去年已经进一步上升，一些金砖国家都成为了 IMF 前十大股东国，所以我们现在又开始了我们的股份分配的份额改革审议。第十五次改革审议有望在 2019 年 4 月前完成，我们在这份额改革的过程中希望能够充分的体现出全球经济的活力和变化，充分体现出中国和新兴市场在全球经济，在 IMF 的重要性。最后，G20 在整个金融危机发生之后扮演着非常重要的作用。但是它还没有代表全世界，所以我们应该考虑的是如何能够更多的纳入其他国家。最终整个贸易系统的良好运行必须要有一个很好的金融系统来去支持。我们 IMF 在整个的贸易系统当中是要去负责监测并且确保整体活动是稳定的。

建议从全球贸易增速是否超过全球 GDP 增速来判断经济是否复苏

华而诚



全球经济有没有复苏和复苏力道，我建议大家看一个指标：就是全球贸易的增长速度有没有开始超过全球 GDP 的增长速度。在金融危机以前全球贸易的增长速度是大于全球 GDP 增长速度，而且超过的还不少。金融危机以后，呈相反的变化：全球 GDP 增长速度反而超过全球贸易增长速度。为什么有这样的变化？理由简单：全球贸易的动力来自全球经济的动力。经济动力强了，就更有能力进口，减少贸易壁垒。全球的出口乃将同步增加。国际货币基金组织预测今年全球经济增长率将上升到 3.6%，因此今年全球贸易增长速度必须超过 3.6% 方可以确定全球经济走向复苏之途，而世界贸易组织的预测是 4.0%。

另外一个比较复杂难的全球经济问题，就是全球经济治理改革的落后于全球经济发展的变化。发展中国家占全球经济规模的比率持续上升，于 2016 年已达 58%，未来全球经济发展的动力更将落在发展中国家，中国的贡献最大。但是，在国际经济组织中，发展中国家的发言权与其对全球经济的贡献仍然是不匹配的。

随着 QE 的退出，政策竞争将体现在实体经济政策之中，包括税收和财政政策

向松祚

一些央行做的大的经济体，必须要结束他们的量化宽松的货币政策。我觉得这一种政策的竞争将会变成实际政策的一种竞争，也就是包括财政政策还有所谓的结构改革的竞争，我觉得特朗普总统现在也是走在一个正确的方向上去推进减税的改革。当然中国供给侧改革也已经走在正确的方向上，展望未来因为这一种量化宽松的政策将会结束，所以政策的竞争也将会变成在实体经济当中，包括税收政策、财政政策而且其他的结构性政策竞争，所有的竞争都会变的非常激烈，这也就是为什么在特朗普宣布了他的税收政策改革计划之后，中国的官员们不是特别满意对于他的税改。因为这意味着直接投资以及创业的企业方面的竞争，我觉得从这角度来说更多的保护主义包括贸易保护主义，投资保护主义还有更多的国家去实施这一种宏观审慎管理资本的帐户。再一个就是我觉得有两个不同的角度，一个是国际货币体系，另一个是国际金融体系，关于国际金融架构我觉得在过去的这一些年有着很大的变化，中国建立了开发银行，还有就是丝路基金，我

们还有金砖银行，现在关于开发融资在世界范围内，世界银行已经成为越来越不重要了。所以我觉得这是一个根本上的变化，就是关于国际金融架构的变化，当然我们也非常欢迎这样的一个变化，我们也认为这一个变化将会有走向同样的方向。但是关于全球货币系统还没有一个明确的进展就是所谓的改革方面能够有一个更稳定、更多边的货币架构，或者货币秩序。现在有两个试点，一个是储备货币、另一个是汇率机制的安排。我们看一下储备货币，美元仍然是主导着储备货币。人民币国际化指数在 2015 年达到最高点，只有 3.91。但是在 2015 年 8 月之后，因为有很强人民币贬值预期，所以现在只有 2.26 这样一个水平。美元和欧元的国际化水平基本上还保持一致，美元还在上涨。还有就是汇率体系，当然我觉得是没有秩序的是完全混乱的一种情况。除了灵活的汇率安排还有就是完全混乱的投机的国际资本的流动，这就是为什么我说越来越多的国家都在实施或者再一次实施宏观审慎的监管，对于资本帐户的监管。

IMF 对国际双边以及多边经济的监测能力得到了加强

魏本华

在经济监测方面 IMF 的确加强了监测能力，不光是双边的，还有相互的经济监测以及多边层面的监测也加强了。因为加强监测能力所以他们在早期看到问题很快的就能够发出警告。上一轮 IMF 增资大大增加了资金实力，能够为成员国提供更多的贷款，从而给成员国提供更多的支持。基本上意味着没有额度限制了，或者是比原来的份额多了近几倍不止，去加大 IMF 的放贷的能力。并且我们也很高兴的看到 IMF 加强了与区域金融安全网的联系。自上一次 IMF 份额提升以来中国的经济实力又进一步的增强了，我们希望现在这一轮的 IMF 份额审议改革能够充分的反应出中国和其他的新兴经济体在 IMF 中的发言权，这才能够更好的鼓励所有成员国参与到国际金融经济体活动中来。再说贸易问题，我们总是在积极的采取多边措施去应对和解决发生的问题，这也是为什么我们需要 WTO 这样的国际贸易组织。

中国继续推进全球安全网 与特朗普政策相背的多边行动¹

戴维·马什²

中国目前似乎正准备在扩大的全球安全网中扮演愈加重要的角色，与国际货币基金组织（IMF）一起共同协助陷入国际收支困境的国家。

昨日，五年一度的中国共产党全国代表大会在北京开幕。会后，这一政策路线将能得以推行。路线强调了中国在世界舞台上采取多边途径的愿望，与特朗普政府奉行的单边主义形成鲜明对比。

中国采取的行动，可能包括各央行和其他官方金融机构间更广泛的货币互换安排，是几年来旨在克服许多国家不愿向 IMF 寻求财政援助的手段之一。IMF 借款的臭名很大程度上源于 1997-98 年亚洲金融危机期间 IMF 对亚洲施行的财政政策给各国带来的痛苦经历——其政策被普遍批评为过于严苛。

中国正通过支持国际货币基金组织着力加强的多边行动和同时表明可以根据需要推进自己的项目来实现多重目标。一是中国希望在国际金融机构中建立幕后影响力。其次，中国迫切希望确保具有潜在脆弱性的新兴经济体能够承受美国较高利率可能带来的流动性短缺。第三，中国希望保住自己全球最大债权国之一的地位，以应对受美国货币政策“正常化”困扰的债务国之间可能出现的债务偿还危机。

第四，中国意在不威胁到美元主导地位的前提下提高人民币的国际地位，加强国际互换安排网络，在这种网络下人民币可以兑换成当地货币，以增加各国外汇储备头寸。还可提供未来几年所需的备用人民币流动性，以帮助结算国外以人民币计价的贸易，投资和资本市场债务。

¹翻译：陈文烨；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary

²戴维·马什，中国人民大学国际货币研究所国际委员会成员和货币金融机构官方论坛董事总经理

第五，中国需要调整规划，以应对美国在贸易和投资方面可能愈演愈烈的反华行动。这些行动会加剧全球贸易保护主义的恐慌，也反映出华盛顿方面认为中国从国际贸易和金融安排中获得了不公平的优势。美国一方面谴责中国在对美贸易中的巨额顺差，一方面越来越怀疑中国在为欧亚贸易和交通融资的“一带一路”倡议方面的政策，声称这是对美国企业和利益的歧视。

上周的新闻就是一个最好的例子。报道中，特朗普政府以增资为条件要求世行整改对中国的放贷政策。华盛顿方面声称，中国通过利用美国支持下的世行资金扩大自己对各种新兴经济体的贷款，削弱了西方政策并取得了自己不应得的影响力。中国官员驳回了这一指控，称这一言论说明美国不了解世行的运行机制。

中国的整体政策表明他们正在寻求多种兼容选择。美国习惯性地声称中国正试图在布雷顿森林体系（世行和 IMF 都在 1994 年那场重要会议上成立）之外建立替代品，以规避多边金融机构。通过支持总部在北京的亚投行（AIIB）和总部在上海的新开发银行（NDB）（美国在两个银行都没有股权），中国意在表明自己是希望 IMF 在国际金融中扮演更重要角色的几个国家之一。

IMF 执行董事会在历时一年的讨论后，计划使用短期流动性调节工具。通过基金组织的互换协议，提供备用硬通货，巩固各国外汇储备以应对可能的外部货币冲击。“短期流动性互换”将能提供比 IMF 现有的全部借贷工具更为灵活的信贷额度。其主要目的为在面临持续低水平的流动性压力，而非内部或外部原因导致的爆发式资本外流时，满足总体上经营良好的国家的需求。

东盟的五个主要成员国（印度尼西亚，马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国）已经被认定为 IMF 互换安排的潜在参与国。其中比较发达的新加坡在东盟中较大的发言权将有可能克服债务国对 IMF 的厌恶态度。

启动互换安排的准备工作已经搁置，这在一定程度上是因为美国和东盟的兴趣减退。然而，这项工作仍可能会由于象征性原因，在下次 IMF 和世行年会之前重新启动。下次年会将于 2018 年 10 月在巴厘岛举办，是 6 年来首次在亚洲举办。

在今年于华盛顿举办的 IMF 和世行年会结束之际，中国人民银行行长周小川在 G30 国际银行研讨会上发表了演讲。他强调了中国在国际经济治理方面的角色，尽管他说会重点关注解决国内问题。周小川称人民币互换协议是金融危机



的意外产物，还表示：“中国支持进一步发展全球安全网，这可能比双边安排更为有效”。

China moves on global safety net

Multilateral action contrasting with Trump

David Marsh¹

China appears to be preparing for an increasing role in an expanded 'global safety net' to assist countries that run into balance of payments difficulties, in concert with the International Monetary Fund.

This policy line, which could gain momentum after the quinquennial Communist party congress that started yesterday in Beijing, emphasises China's wish for a multilateral approach on the world stage in pronounced contrast to the unilateralism of the US administration under President Donald Trump.

The Chinese moves, which could include wider currency swap arrangements among central banks and other official financial institutions, form part of several years of manoeuvrings aimed at overcoming many countries' reluctance to seek financial help from the Fund. The stigma attached to IMF borrowing stems in large part from the bitter legacy of the Fund's Asia policies – widely criticised as over-harsh – during the Asian financial crisis in 1997-98.

By backing IMF-strengthening multilateral action while at the same time showing it can advance with its own initiatives if needed, China is following multiple aims. First, it wishes to build behind-the-scenes influence on international financial organisations. Second, it is keen to assure that potentially vulnerable emerging economies can withstand possible liquidity shortages flowing from higher US interest rates. Third, it wants to protect its own position as one of the world's largest creditors in case of payments difficulties among debtor countries troubled by US monetary 'normalisation'.

Fourth, Beijing aims to buttress the renminbi's international role without questioning the dollar's current primacy. Reinforcing a network of international swap

¹ David Marsh is Member of IMI International Committee and Managing Director of OMFIF

arrangements under which renminbi can be exchanged for local currencies can serve the purpose of strengthening countries' reserve positions. It can also provide back-up renminbi liquidity needed in coming years to help settle foreign nations' trade, investment and capital market obligations denominated in the Chinese currency.

Fifth, China needs to adapt its planning to a possible sharpening of anti-Beijing action from the US in both trade and investment. Such moves, which would heighten fears of world protectionism, would reflect Washington's perception that China is gaining unfair advantages from international trading and financial arrangements. As well as castigating China's large bilateral surplus on US trade, Washington is intensely suspicious of China's policies on the Belt and Road initiative financing Eurasian trade and transport links, alleging that these discriminate against US companies and interests.

As another prime example, news emerged last week that the Trump administration is demanding the World Bank reconfigures lending to China as the condition for a capital rise. Washington claims China undercuts western policies and gains undue influence by using US-backed World Bank money to expand its own lending to diverse emerging market economies. Chinese officials reject the charge, saying it shows the US does not understand how the World Bank works.

In its overarching policies, China is demonstrating that it is pursuing a variety of compatible options. Washington habitually claims that China is trying to circumvent multilateral financial organisations by building alternatives outside the Bretton Woods institutions – the Fund and Bank set up at the seminal 1944 conference. Alongside its backing for the Beijing-domiciled Asian Infrastructure Investment Bank and the Shanghai-based New Development Bank – where the US has no shareholding in either bank – China wants to demonstrate that it is one of several countries trying to make the IMF more relevant in international finance.

The IMF executive board has been discussing for more than a year plans for a short-term liquidity facility through the Fund's own swap lines under which the organisation could provide hard currency back-up to reinforce countries' foreign

exchange reserves in case of possible externally generated monetary shocks. The 'short-term liquidity swap' would be a more flexible credit line than the Fund's existing panoply of lending instruments and would aim to meet the needs of generally well-run countries facing continuous low-level liquidity pressures rather than sudden outflows for internal or external reasons.

Five key members of the Association of Southeast Asian Nations – Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand – have been targeted as potentially participating in the IMF swap arrangements. The relatively large number and the presence of well-off Singapore are intended to overcome debtor countries' reservations over stigmatisation.

Preparations for the swap line activation have been put on hold, partly because of a cooling of interest from both the US and Asean side. However, this could be revived for important symbolic reasons ahead of the next IMF-World Bank annual meeting, in Asia for the first time for six years, in Bali in October 2018.

Speaking in Washington at a G30 seminar on Sunday, at the close of this year's IMF-World Bank meetings, Zhou Xiaochuan, governor of the People's Bank of China, highlighted Beijing's role in international economic governance, although he said the domestic agenda took precedence. He termed renminbi swap agreements an unexpected outcome of the 2008 financial crisis. He added: 'China supports the further development of a global safety net. In our view, the global safety net may be more efficient than bilateral arrangements.'

收紧与否 对中央银行独立性的制约¹

约翰·普伦德²

今年，美联储以可预测的方式进行了利率上调。与 2015 年和 2016 年的情况不同，此次随鹰派言论而来的是切实的加息行动。尽管通胀率仍低于联邦公开市场委员会 2% 的目标，美联储主席耶伦（Janet Yellen）仍然强调了加息过于缓慢的危险

从本月开始，美联储将削减其规模达 4.5 万亿美元的资产负债表。耶伦似乎很有信心，认为市场消化每月 100 亿美元的美国国债和机构证券将不成问题。

另一方面，耶伦也表示，若未来经济下行，美联储将不会反对再次启动非常规政策。由于联邦资金基金利率的中性利率估值处于历史低位，10 月 20 日耶伦于华盛顿表示，“在经济低迷时期，联邦公开市场委员会降低短期利率的空间通常较小，因此我们将很可能需要再度加强远期利率指引和资产购买，从而提供所需的适度宽松。”

市场动荡的范围相当之大。耶伦很可能在 2 月份离职，美联储董事会也早已存在分歧，二者使得对美联储自此何去何从的判断更为复杂。特朗普总统有权力把中央银行变成鹰派或鸽派——央行的独立性总是要有一定限度。

另一个加剧复杂性的因素是，发达经济体通胀压力的异常温和和面对实际收入停滞或下降时劳动力的顺从性。全球化似乎削弱了国内松弛和国内通货膨胀之间的关系。新兴市场工人涌入全球劳动力市场，对发达经济体可贸易部门中的劳动力施加了限制影响。

如果央行鹰派的观点是正确的，即世界通货膨胀将会更高，政治上的紧张局势就会出现。在 1979 年至 1987 年期间，时任美联储主席的保罗·沃尔克（Paul

¹ 翻译：徐雪惠；审校：陆可凡，原文选自 10 月 26 日欧洲央行会议政策文集

² 约翰·普伦德，国际货币基金机构官方论坛（OMFIF）主席

Volcker) 采取了“英雄主义”办法来扭转通货膨胀的趋势。但独立的央行业务不可能再享受到比在随后的反通胀全球化时期更良性的操作环境了。

如今，这一背景帮助不大。金融危机已经损害了中央银行的信誉。为应对经济危机，中央银行家采取了资产购买计划，其在分配上产生的影响为民粹主义政治家提供了口实。他们发现，非传统的中央银行为富有资产的精英阶层提供了巨额资本收益，但普通百姓却一无所得。

与此同时，债务累积意味着借款人会受制于政策正常化带来的潜在利率飞涨。中央银行可能会在政治上失去人心和经济上不稳定的利率上涨二者之间进退维谷，后者可能是为遏制通货膨胀所必需的，也是维持独立性所需的更加平和的方式。实际上，后者将开启一个永久性量化宽松的新世界。

量化宽松在欧洲尤其是在德国备受争议，许多政策制定者希望欧洲央行结束其资产购买计划。明日将召开里程碑式的欧洲央行政策会议，此次会议将不得不在过度收紧与过少收紧之间拿捏好分寸，并传达一些重要的信号。此次会议的影响范围可能会远远超出欧洲。

To tighten, or not to tighten Constraints on central bank independence

John Plender¹

The US Federal Reserve has followed a predictable line on rate rises this year, unlike in 2015 and 2016 when hawkish rhetoric was not followed by action. Janet Yellen, the Fed chair, has emphasised the dangers of moving too gradually, despite inflation running at below the Federal Open Market Committee's 2% target.

She appears confident that markets will have no difficulty absorbing \$10bn per month of Treasuries and agency securities as the Fed slims down its \$4.5tn balance sheet, starting this month.

On the other hand, Yellen has shown too that the Fed will not be averse to restarting unconventional policies if circumstances become more adverse. With the estimated neutral rate of the fed funds rate at a historically low level, 'There will typically be less scope for the FOMC to reduce short-term interest rates in response to an economic downturn, raising the possibility that we may need to resort again to enhanced forward rate guidance and asset purchases to provide needed accommodation,' Yellen said on 20 October in Washington.

The scope for market upsets is considerable. Judgements about where the Fed goes from here are complicated by Yellen's potential departure in February and the gaps that already exist on the Fed's board. President Donald Trump has the power to turn the central bank either hawkish or dovish – underlying that central banking independence always needs to be qualified.

The other complicating factor is the extraordinary mildness of inflationary pressures in the advanced economies and the docility of labour in the face of stagnant

¹ John Plender is Chairman of OMFIF

or falling real incomes. Globalisation appears to have weakened the relationship between domestic slack and domestic inflation. The entry of emerging market workers into the global labour market has exerted a restraining influence on the workforce in the tradeable sector of advanced economies.

If the central bank hawks are right that the world is about to become a more inflationary place, political tensions could arise. It took heroism on the part of Paul Volcker, the then Fed chairman, to turn the inflationary tide during his tenure at the Fed between 1979-87. But independent central banking could not have enjoyed a more benign operating environment than in the period of disinflationary globalisation that followed.

Today the background is less helpful. The financial crisis has damaged central bank credibility. The distributional implications of the central bankers' response to the crisis through their asset purchase programmes has lent strength to populist politicians. They observe that unconventional central banking has delivered big capital gains to the asset-rich elite, while doing less for ordinary people.

At the same time, because of the debt build-up, borrowers are hostage to potential interest rate spikes as policy normalises. Central bankers may be torn between the politically unpopular and financially destabilising rate rises that might be required to curb inflation and the more quiescent approach needed to preserve independence. The second outcome would, in effect, usher in a new world of perpetual quantitative easing.

QE has been a controversial issue in Europe, particularly in Germany, where many policy-makers would like to see the European Central Bank end its programme of asset purchases. Tomorrow's landmark ECB policy-meeting – which will have to tread a delicate line between too much and too little tightening – will deliver some important signals. The consequences are likely to spread well beyond Europe's borders.



系列十六：国际金融交易功能与货币国际化：实证研究¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第三章。

一、研究框架

贸易规模、金融开放、宏观经济稳定和国际话语权是决定一个货币可以成为国际货币的关键，经济规模和货币惯性是决定一个货币国际化程度的关键。随着世界经济全球化，金融市场作为连接世界经济的重要枢纽也在不断的创新和发展，不仅支撑着跨国经济联系的畅通，也在促进着世界经济的繁荣和发展。金融市场的深度创新和发展成为推动一国货币国际化进程的关键，新时期一国想推动本国货币的国际化必须依托一个基础设施完善、金融机构丰富、金融监管健全、市场交易活跃的深度发展的金融市场，依靠金融市场的优势地位增强其在金融交易中的份额，从而拓展货币国际化的使用程度，增强货币国际地位。李稻葵（2013）认为日本推动日元国际化的过程中缺乏对金融市场的关注是造成日元国际化失败的重要因素。因此，在金融不断创新和发展的新时期，必须重视金融市场发展

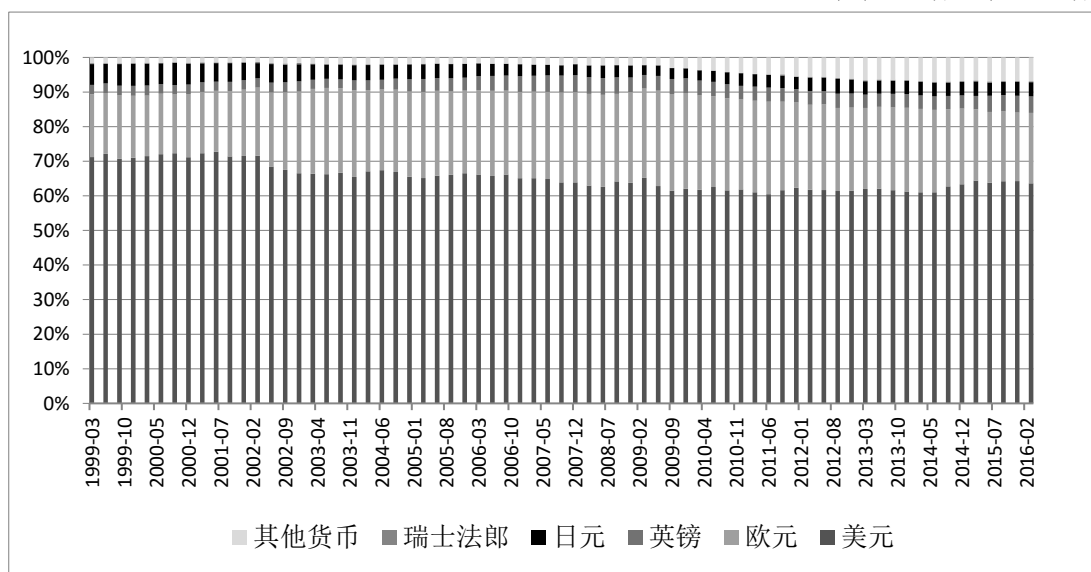
¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任原新宇

在货币国际化中的重要地位。

根据《马斯特里赫特条约》，欧元在 1999 年才进入市场，正式取代马克、法郎等欧元区国际化的货币，成为欧元区的统一币种。因此，本章实证研究的样本时间选择从 1999 年到 2015 年。在时间跨度的选择上面，依据不同金融交易代理变量的时间序列，分别选择了季度、年度和三年度为时间间隔。

本报告充分考虑了价值尺度、支付手段和价值储藏功能，并细致划分为贸易、金融和官方外汇储备的子项目中，进而对不同指标加权平均得到人民币国际化指数。但是在用这种通过加权平均所得到的货币国际化指数研究金融市场发展对货币国际化的影响的时候，会面临比较大的内生性的问题，因为金融交易的程度和规模本来就是 β 货币国际化指数中的一部分，必然存在非常强的相关性。本章从定义的另外一个角度考虑，Tavlas（1997）和 Mundell（2003）将货币国际化的定义进行限制，将一种货币在货币发行国之外起到计价单位、交易媒介和价值贮藏职能时才能称作国际货币。本节选择了国际货币基金组织每个季度公布的各个币种在国际储备货币中的比重作为被解释变量，时间节点是 1999 年之后，因此一共有美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎五种货币进入我们的样本选择。

从官方外汇储备的数据中可以看到，美元作为世界上第一大币种在外汇储备中的份额占据了 60% 以上。欧元的异军突起曾经占据了外汇储备份额的四分之一，但是并没有对美元的国际地位造成根本性威胁。日元在 21 世纪初到现在，其在外汇储备中的份额一直在缩小，现在其地位已经不如英镑。英镑在外汇储备中的地位非常的稳定，约占 4%~5%。其他货币在金融危机之后所占的比例显著提升，这与区域经济一体化发展的趋势和国际货币多元化的趋势相一致。

**图 1 各币种在外汇储备中所占据的比例**

在金融市场发展方面，国际金融市场主要包括信贷市场、直接投资、货币市场、债券市场、外汇市场、股票市场和期权、期货及其他衍生工具市场。在金融市场的发展方面，本文主要涉及信贷市场、直接投资、货币市场、债券市场、外汇市场和股票市场，并且在每个市场中进行子市场的划分。在货币市场中，不仅考虑存量数据，还考虑增量数据，并对国际票据市场进行单独的分析。在债券市场中，同样考虑存量和增量数据，并细分为固定利率、浮动利率、权益挂钩，讨论哪种形式的债券市场对货币国际化的影响最大。在外汇市场，不仅加总考虑外汇市场的交易规模，还对即期、远期、掉期和外汇期权分别加以讨论。在股票市场，不仅关注股票市值的变动，还考虑上市公司的家数。数据来源是世界银行、国际货币基金组织、国际清算银行、世界交易所联合会。

在控制变量的选择上面，主要参考了 Chinn and Frankel（2005）的研究，选择了货币发行主体的经济规模占当年世界经济总规模的比重、国际收支平衡表中的经常项目差额占本国（地区）国内生产总值的比重、本国（地区）的通货膨胀水平——居民消费者物价水平、货币的实际有效汇率的变动率、本国通货膨胀的稳定程度、货币的实际有效汇率的稳定程度。本国通货膨胀的稳定程度定义为之前 12 个月的居民消费者物价水平的标准差，同理货币的实际有效汇率的稳定程度为之前 12 个月的实际有效汇率的标准差。数据来源是 WIND、CEIC 和 Bloomberg。

二、统计性分析：美元、欧元明显的优势地位明显

国际信贷市场¹主要包括贸易信贷、商业贷款、货币和存款类金融工具，是国际组织、政府、金融机构、大型跨国企业进行资金借贷的主要方式。国际信贷市场的期限较长、信用贷款较多、资金量较大，从而风险更高，程序更复杂。在币种选择方面，国际信贷市场受贸易和直接投资的影响较大，更注重企业的长期发展需求，短期投机性因素较弱。从图2的统计上来看，全球最主要的五种货币的总量占比在下滑，说明国际信贷在币种选择方面更加多元化，人民币国际贷款的增多也是一个重要的原因。总体来看，近15年来，国际信贷市场中美元和欧元呈现双足鼎立态势。相较于2008金融危机时期，美元占比在逐渐提升，欧元占比在逐渐下降，但随着欧债危机的爆发和升级，美元的占比在迅速提升，逼近50%。

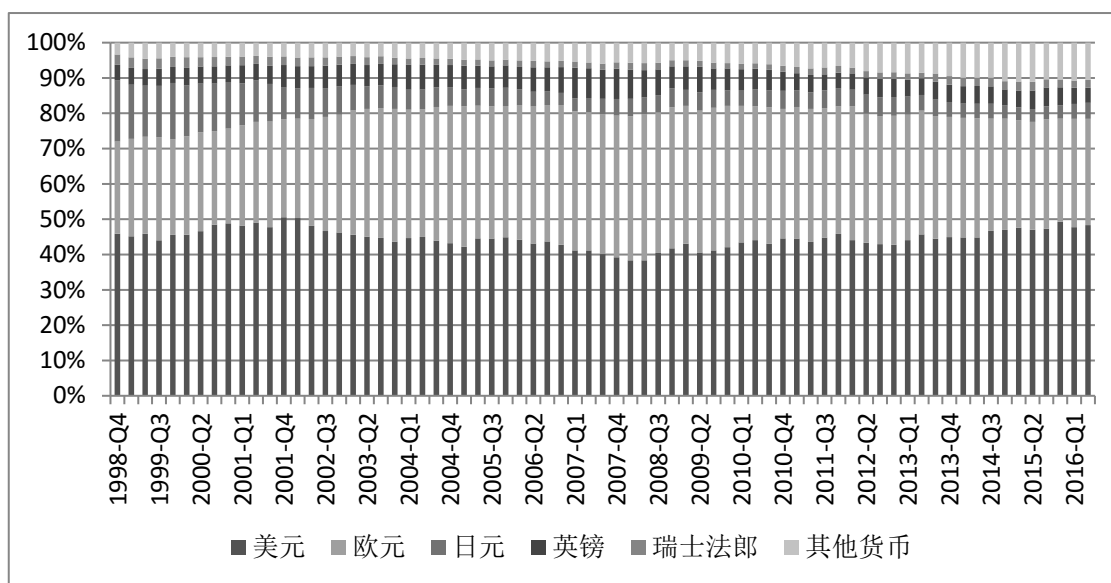


图2 各种货币在全球对外贸易信贷中的比例

国际直接投资主是某一经济体的居民单位对另一经济体的居民单位的所有权的变化，其主要包括股票、债券工具和其他。从图3来看，美国、英国、欧元区、日本和瑞士的直接投资净流入规模平均占到世界直接投资规模的50%以上，但是近些年来这一占比在逐渐降低。欧元区的直接投资净流入最大，但是近年来萎缩也最为明显，美国列居次位并始终保持在10%以上。英国占比不高，近些年

¹ 本报告中的国际信贷市场专门指通过金融机构进行间接融资的市场，广义的国际信贷市场除此之外还包括国际货币市场和国际债券市场。



2017 年第 47 期总第 239 期

占比也呈下降趋势。日本的直接投资净流入规模很小，基本保持平衡。瑞士的直接投资变化比较大，但总量占比很小。从图 4 来看，日本、美国的直接投资占 GDP 的比重低于世界平均水平，英国、欧元区、瑞士的直接投资占 GDP 比重高于世界平均水平。从图 5 来看，日本的股票占比超过 90%，债券工具及其他占比很少。欧元区在 2008 年以后、瑞士在 2014 年以后的直接投资扩张主要是债券工具及其他，股票类型占比在下降。

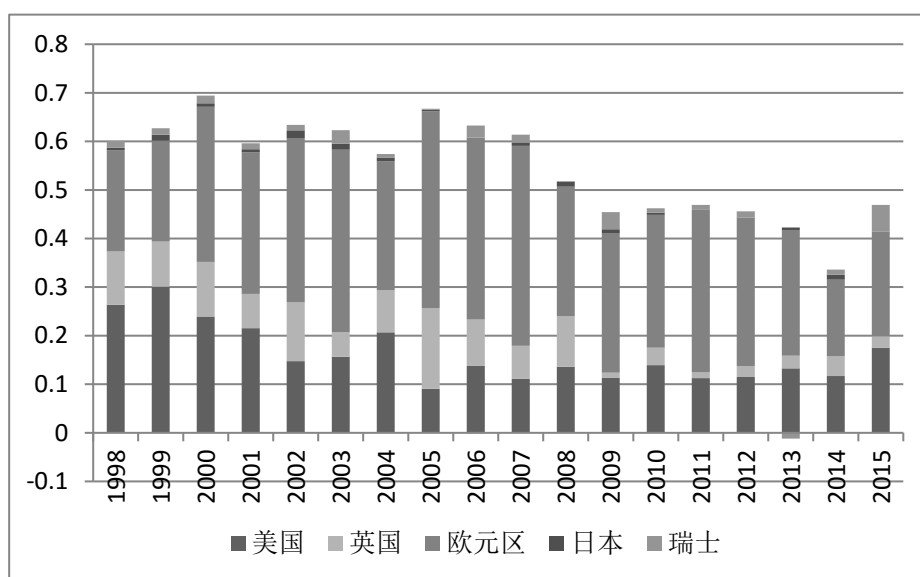


图 3 直接投资净流入占全世界直接投资净流入的比例

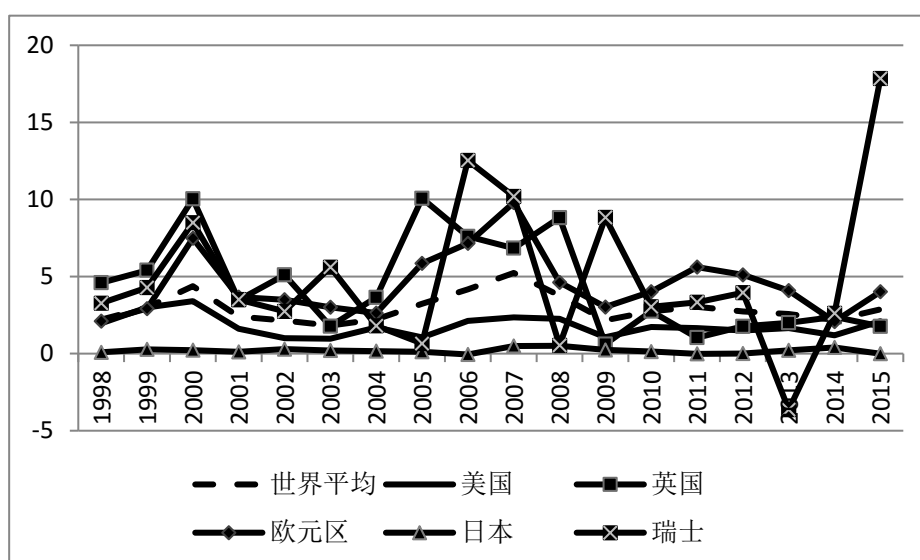


图 4 各国直接投资净流入占 GDP 的比重

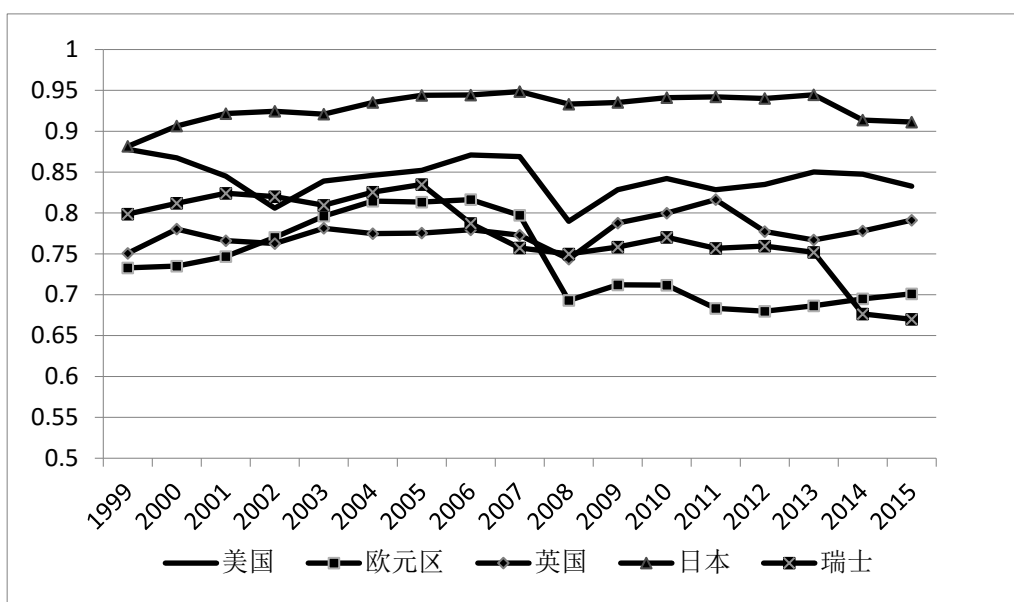


图 5 各国股票类对外直接投资规模占比

国际货币市场主要包括票据市场和其他工具，是政府、金融机构和大型跨国企业发行的用来进行短期流动性管理的信用工具。根据国际清算银行的统计，国际货币市场工具中商业票据占比最重，但是随着金融市场的不断完善和创新，其他工具的比重在不断提升。国际货币市场的整体规模在金融危机之前呈现迅速上升趋势，在金融危机之后保持相对稳定。

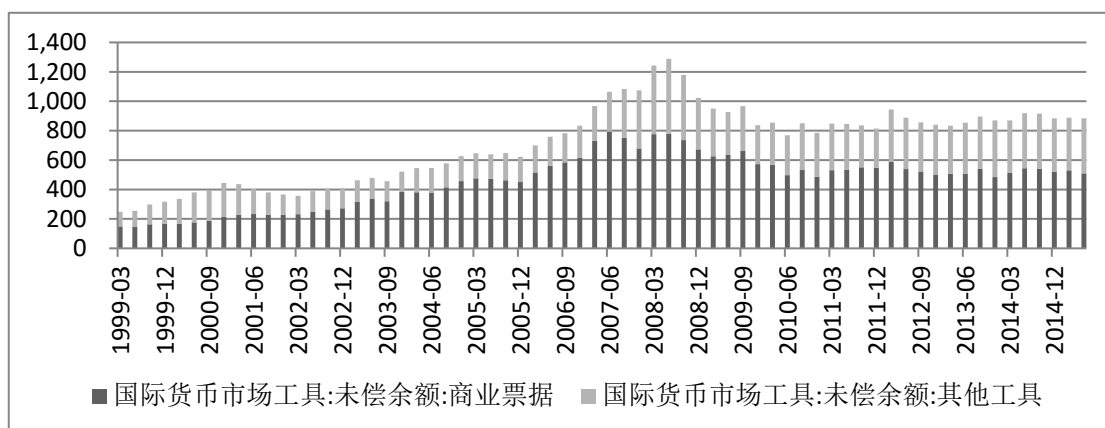


图 6 国际货币市场工具的结构变动 (单位: 十亿美元)

从国际货币市场的存量数据来看，2015 年第二季度，美元为发行货币的占 41.1%，欧元为发行货币的占 32.6%，英镑为发行货币的占 19.3%，其他所有货币的比重加起来不到 10%。从存量数据的变动情况来看，欧元在 2002 年开始超过美元成为第一大币种，在 2008 年金融危机之后占比曾一度超过 50%，并一直持续



到欧债危机前。货币市场工具短期流动性强、低风险低收益，是一个国家在推行货币国际化过程中的优先突破口。德国马克国际化成功的很大原因是其稳定的币值和购买力水平，延续到欧元表现为市场更倾向于使用欧元来调节短期流动性。另外，在日元国际化的过程中，日元在国际货币市场工具中的存量份额突飞猛涨，但随着日本经济的衰落，对货币国际化的重视程度也大不如前，目前存量占比不到 2%。瑞士法郎的占比则非常平稳，在欧元诞生前期有小幅的增长，其他时间都比较稳定。

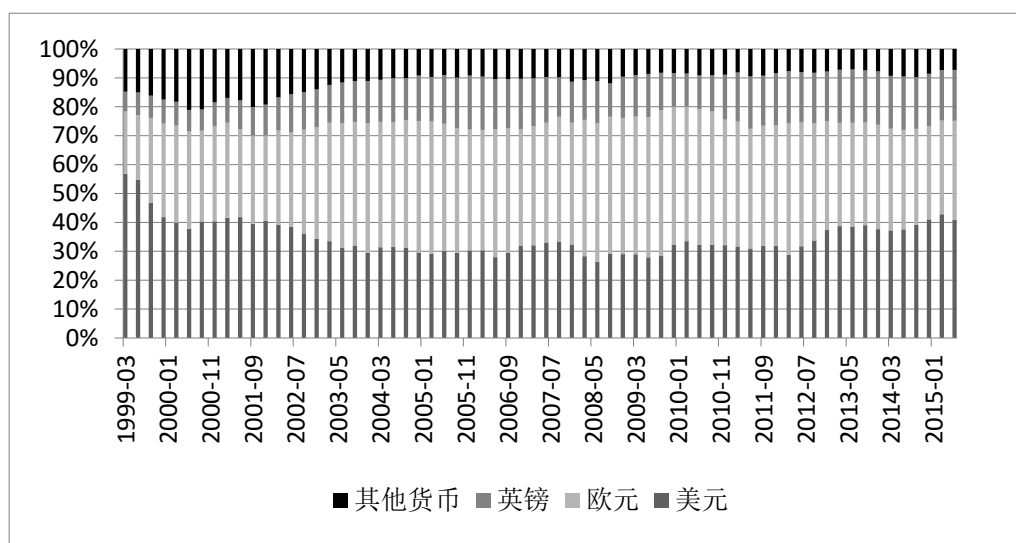


图 7 国际货币市场工具:未偿余额:发行总额分币种的统计

国际债券市场不仅匹配国际债券的发行人和投资人，在长期债券融资和投资中起到市场配置的作用，还是各国政府外债的重要发行和交易渠道，是所有国家在推行货币国际化过程中最重视的国际金融市场之一。在国际债券市场的存量数据的变动过程中可以看到，在 2008 年之前国际债券市场历经了一段爆发式增长的时期，金融危机之后变化起伏波动，增长十分有限。在国际债券市场存量数据的结构来看，固定利率债券占据了绝大的比例，大约是浮动利率债券的三倍，权益挂钩（比如可转债）产品仅占据一个微小的比例。

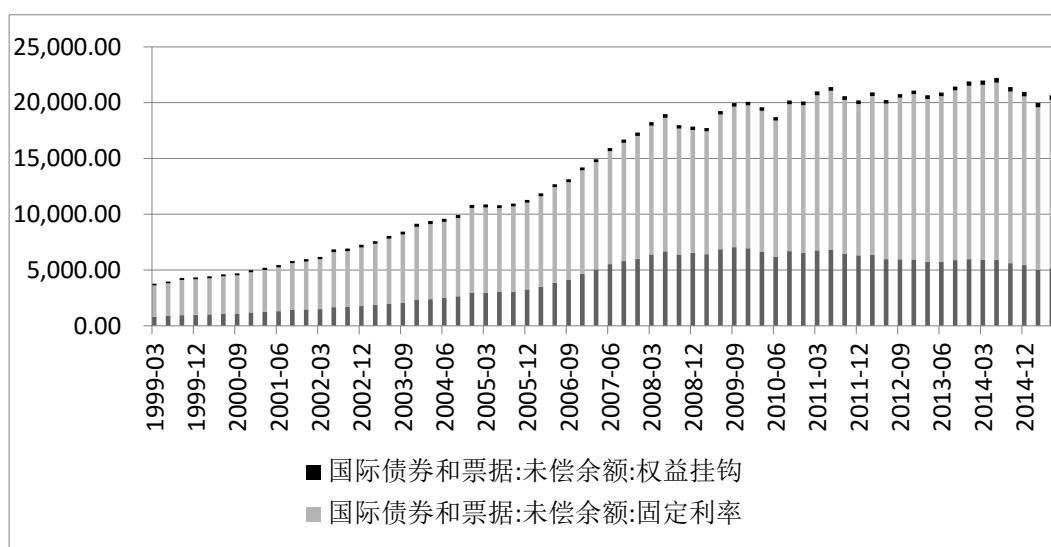


图8 国际债券市场的结构变动（单位：十亿美元）

从国际债券市场分币种的数据来看，在 2015 年第二季度，在国际债券市场上，以美元为发行货币的占比为 42.7%，以欧元为发行货币的占比为 39.2%，以日元为发行货币的占比在 1.9%，以英镑为发行货币的占比为 9.6%，以瑞士法郎为发行货币的占比为 1.4%，其他发行货币的占比为 5.2%，美元和欧元依然是国际债券市场中主要的发行币种。从存量数据的变动来看，欧元在 2002 年以来的扩张十分明显，自 2003 年开始到欧债危机之前曾一度超越美元，在 2009 年曾超过 50%。国际债券市场的发行主体主要是政府，欧元和美元作为债券市场最重要的计价币种的地位更迭，一方面反映了欧元区和美国经济实力、宏观经济稳定程度和国际话语权的变动，也反映了其他国家对美元和欧元的未来发展的信心。在 2000 年之前，大部分发展中国家的国际债券发行都以美元计价，而在 21 世纪初期，欧元成为了发展中国家的重要选择币种。日元在经历了“失落的十年”之后地位大不如从前。国际债券市场对币种的信心至关重要，而日本的经济持续萎靡不振，明显拖累了日元的国际化。英镑在国际债券市场的地位十分稳定，一方面是英国经济和政治地位的客观体现，另一方面是伦敦作为世界上最重要的金融中心的地位使然。另外，在金融危机之后，其他货币的比重出现了明显的上升，这一方面反映了国际债券市场中的发行主体中，发展中国家开始表现得日益活跃，另一方面体现了金融危机之后，各国寻求国际货币的多样性而不愿受单一美元的约束。

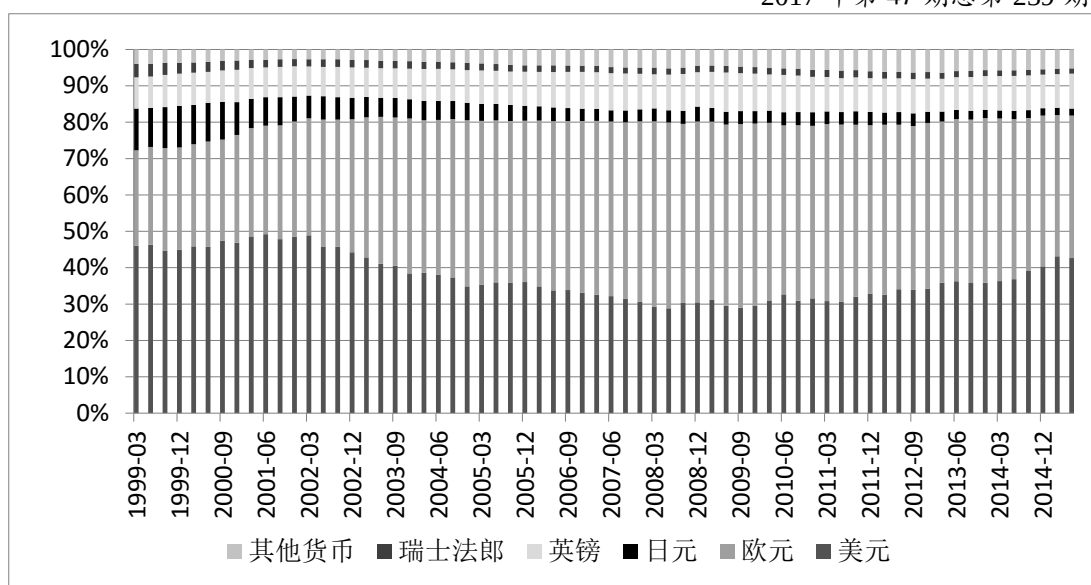


图9 国际债券市场:未偿余额:发行总额分币种的统计

国际金融市场的另外一个重要市场是股票市场。从不同国家进行上市的公司数目来看，美国、欧元区、英国、日本和瑞士上市公司数量仅占全球上市公司数量的三分之一左右。但从上市公司的市值来看，单从美国上市的公司就占到了全球股票市值的三分之一。这表明虽然各国都在开办股票市场，但是规模大、资质好的公司还是倾向于去发达的股票市场进行上市融资。

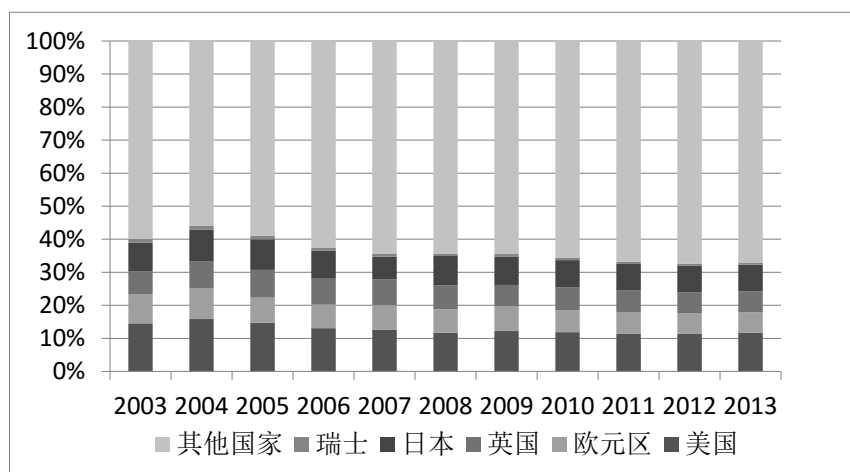


图10 各国股票市场中上市公司数量占比

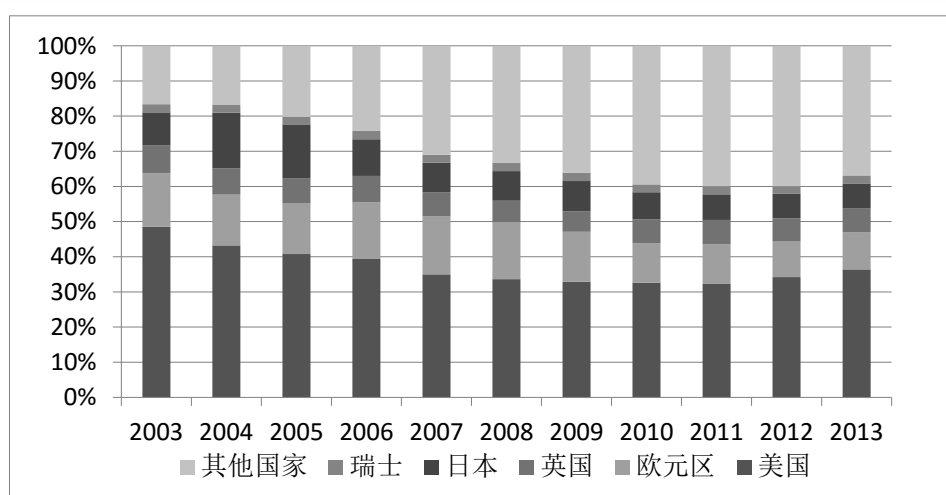


图 11 各国股票市场中上市公司市值占比

随着世界经济一体化和金融全球化的发展，国际外汇市场的规模也在扩大，据国际清算银行统计，现在国际外汇市场的每日平均交易额超过 1.5 万亿美元。国际外汇市场上交易频繁、交易金额巨大、参与人群广泛，并且对其他国际金融市场有重要的支持作用，在推进货币国际化的过程中必须依托一个成熟深度的国际外汇市场。在国际清算银行公布的场外外汇市场交易数据来看，在外汇市场中最主要的合约是即期合约和外汇掉期，但是外汇掉期需要一个成熟完善的远期合约市场。而其他货币掉期、期权等占比较少。

表 1 场外外汇交易市场（OTC）的合约类型比重

	即期	直接远期	外汇掉期	货币掉期	期权总计
1995	40.42%	7.92%	44.65%	0.31%	3.33%
1998	34.51%	7.75%	43.86%	0.59%	5.20%
2001	29.15%	9.84%	49.38%	0.54%	4.49%
2004	29.87%	10.02%	45.39%	1.02%	5.62%
2007	27.93%	10.05%	47.65%	0.88%	5.88%
2010	35.08%	11.18%	41.55%	1.01%	4.88%
2013	35.40%	11.76%	38.54%	0.93%	5.83%

在场外外汇交易市场中，超过 80%的合约跟美元有关，虽然在金融危机之后美元的地位受到了一些影响，但在外汇市场中美元依旧是最重要的，所占外汇交易的比重超过 80%。欧元约占全部外汇交易的 30%~40%，日元和英镑分别占 20% 和 10%。在金融危机之后，国际货币多元化的趋势越来越明显。在 2013 年，其

他货币的外汇合约所占的比重接近 40%。

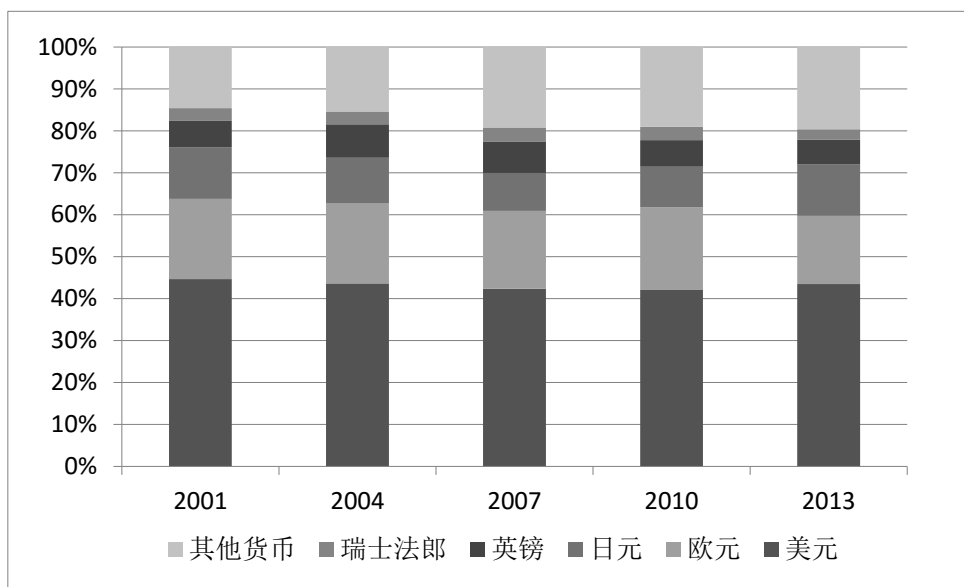


图 12 场外外汇交易市场各币种的合约占比

三、实证结果：提升金融交易功能显著促进货币国际化发展

参考 Chinn and Frankel（2005）的设定，将在官方外汇储备中的比例进行 logistic 变换，作为被解释变量。货币发行主体的经济规模占当年世界经济总规模的比重、国际收支平衡表中的经常项目差额占本国（地区）国内生产总值的比重、本国（地区）的通货膨胀水平——居民消费者物价水平、货币的实际有效汇率的变动率、本国通货膨胀的稳定程度、货币的实际有效汇率的稳定程度作为控制变量。将金融市场的发展指标作为主要解释变量。

第一，国际信贷市场的发展对货币国际化的影响。在国际信贷市场中主要考虑全球对外信贷中该种货币所占比例。从结果中看到，国际信贷市场的发展对货币国际化具有积极正向的影响，并且回归系数、显著性水平、拟合优度是最好的，说明国际信贷市场的发展对于一国货币的国际化具有基础、支撑的作用。随着一个国家对外贸易规模和地位的上升，本币贸易信贷规模的扩张也会带来贸易计价和结算货币地位的上升，与货币国际化的联系更加紧密。从发展上来讲，国际信贷市场的风险更高、程序更复杂、期限更长，一方面对币种的选择更加谨慎，不仅会考虑短期融资成本，还会考虑长期发展和汇率的稳定性；另一方面参与主体

是资质优良的企业、政府和金融机构，会优先选择综合实力更高、更稳定的币种。因此，国际信贷市场的发展对于一个国家货币国际化的影响是较为深远的。

第二，国际直接投资的发展对货币国际化的影响。在国际直接投资中主要考察国际直接投资的流入规模¹、流出规模和净流入规模，国际直接投资净流入规模占 GDP 比重，股票类、债券工具类国际直接投资净流入规模净流入规模。从结果中看到，所有项目的回归结果均不显著，说明国际直接投资的发展对货币国际化的直接影响有限。从结构中来看，股票类国际直接投资的影响为正，更为显著，说明股票类国际直接投资是推动货币国际化的关键。这可能是由于一方面在国际直接投资中，币种的选择并没有单独的统计，而国家的国际直接投资中并不一定都是使用本国的货币。另一方面，随着金融创新的发展，越来越多的证券投资隐藏在直接投资之中，用来逃避一些监管和准入的限制。但是，从历史经验上来看，直接投资尤其是对外直接投资是夯实货币国际化基础、带动货币国际使用的重要渠道。

第三，国际货币市场的发展对货币国际化的影响。从结果中看到，商业票据的未偿余额、全部货币市场工具的未偿余额、商业票据的总发行额、全部货币市场工具的总发行额全部表现为显著的正影响，而商业票据的净发行额、全部货币市场工具的净发行额对货币在国际储备中的地位并没有显著的影响。结果表明国际货币市场的发展对货币的国际化有积极的正向影响。国际货币市场工具的期限短、流动性强，在国际货币市场工具中占较大份额的币种，一定是有稳定的宏观经济环境，汇率稳定、通胀较低。货币的使用具有惯性，但是净发行额在不同季度变化很大，这可能是造成回归结果不显著的重要原因。商业票据相比于全部货币市场工具显著性水平要低一些，这表明在货币市场工具中，商业票据并没有占决定性的支配作用，其他工具对推行货币的国际化同样重要。

第四，国际债券市场的发展对货币国际化的影响。从结果中看到，固定利率债券的未偿余额、权益挂钩债券的未偿余额、全部债券市场的未偿余额、固定利率债券的总发行额、权益挂钩债券的总发行额、全部债券市场的总发行额全部表现为显著的正影响，未偿余额相较于总发行额要更加显著、拟合优度更高。固定

¹ 直接投资的流入规模指的是资金的流出，在国际收支平衡表中表现为金融项目下直接投资（资产）的变动。



利率债券、权益挂钩债券和全部债券中，权益挂钩债券的显著性水平和拟合优度均为最高。结果表明国际债券市场的发展对货币的国际化有积极的正向影响。债券的计价货币很大程度上体现了国际债券市场对这个货币的信心，很大程度上也反映了各国政府对该币种的未来发展的信心，所以国际债券市场中的份额很大程度上体现了货币的国际化程度。在不同债券品种中，浮动利率债券对货币国际化的影响并不显著，在国际债券市场中的浮动利率债券大部分是盯住 Libor 的，这样的设定虽然可以一定程度上避免投资长期债券可能面临的利率上调的风险，但是一方面浮动利率的设定对信用风险和信用利差的测算存在较大难度，另一方面浮动利率增加了发行人成本和投资人收益的不确定性。此外，Libor 是欧洲货币市场中的短期资金成本，所以不具有普遍性。固定利率债券是国际债券市场中占比最大的品种，也是最能够反映债券发行币种选择的品种。权益挂钩的债券是最显著和拟合优度最高的品种。权益挂钩债券的价值分为债券价值和转换价值，其债券价值要低于同等级的固定利率债券。在长期和超长期债券中，权益挂钩债券的转换价值可以为债券价值托底，是长期投资者的一个不错的选择。而在中长期债券的发行的币种选择上面，对币种的未来信心的判断更为重要，更好的体现一个货币的国际化程度。

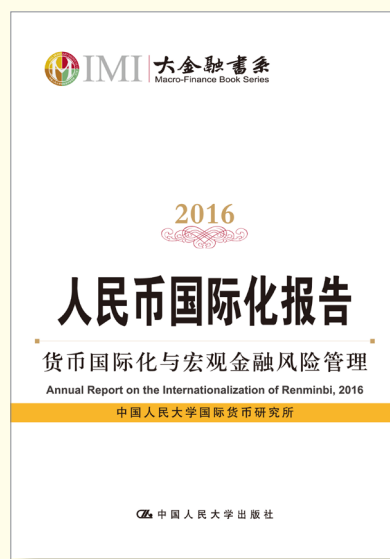
第五，国际股票市场的发展对货币国际化的影响。在国际股票市场中主要考察的是上市公司的数量和市值。从结果中看到，上市公司的数量对货币在储备货币中的份额有显著的正向影响，而上市公司的市值对货币国际化结果为正但并不显著。这表明股票市场的发展对货币的国际化有积极影响，但是重要的是吸引优质企业来本地上市融资。大型企业和金融机构在进行上市地点选择的时候，一方面要考虑上市股票市场的制度和投资者环境，另一方面要考虑上市地点和公司所在地之间的关系，当然也包括币种。一般来说，对于资质好的大型企业，选择去发达国家进行上市融资是最优的选择。一方面良好的制度设计可以保证股价的稳定、防止恶意收购等行为，另一方面，成熟的投资者市场股价可以更好的反映公司的实际经营状况和预期。股票市场是超长期的融资市场，对股票市场的信心和制度的信赖是至关重要的，这也就造成了股票市场的一种天然垄断。但是，随着公司进行上市融资的地点选择更加灵活，多层次的股权融资市场也为一些中小型、

创新型企业提供了进行股权交易的场所。股权融资在进行上市地点选择和币种选择的时候，便利性和成本相对较为次要，所在地宏观经济稳定和未来发展状况是更重要的。参与股票市场交易的投资者呈现分散化，而不是像国际货币市场和国际债券市场一样主要是政府、中央银行、金融机构和大型跨国企业等大型交易参与者，股票市场的投资者更容易受市场情绪的影响，因此市值对货币国际化的影响并没有出现统计上的显著。

第六，国际外汇市场的发展对货币国际化的影响。在国际外汇市场中主要考察即期合约、直接远期合约、外汇掉期合约、货币掉期合约、买入期权合约、卖出期权合约、全部期权合约和全部外汇市场合约。从结果中看到，国际外汇市场的发展对货币国际化并没有显著的促进作用。之前我们提到，一个成熟深度的国际外汇市场是一个货币进行国际化的基本前提。在国际外汇市场上货币交易量可以一方面印证货币的国际化地位，另一方面，较高的交易量在一定程度上推动了货币的国际化地位的提升。但是，国际外汇市场上的交易量随着金融全球化的趋势而迅猛提升，现在国际外汇市场中一周的交易量差不多是一年的世界贸易总额，这反映出在国际外汇市场中投机交易占据了重要比例。投机者常常易受预期事件造成的市场情绪的影响，而货币的国际化水平与市场情绪的关系微乎其微，这是短期国际外汇市场并不能推动货币国际化的重要原因。可是从长期来看，一个货币在国际化过程中随着国际使用规模的提升，一定会有国际外汇市场中该币种交易规模上升相伴相随。

《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区高新城科技园A座
2168号怡化金融大厦20楼



更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

刊发日期：2017年11月27日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载